慧博资讯整理 www.hibor.com.cn 本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

•研究报告•

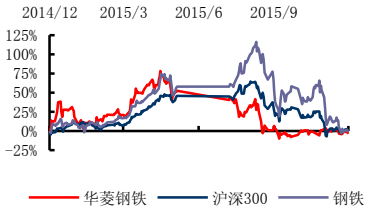
2015-12-9

公司报告（点评报告）

评级 增持 维持

分析师 刘元瑞
(8621)68751760
liuyr@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490514080003
分析师 王鹤涛
(8621)68751760
wanght1@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490512070002
联系人 肖勇
(8621)68751760
xiaoyong3@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《强强联合设立汽车板加工公司，加快市场开拓步伐》2015-11-19

《“互联网+钢铁”双向发展期待产品结构优化及转型升级》2015-11-12

《3 季度亏损较大，期待品种优化与模式转型》2015-10-31

华菱钢铁（000932）

预计公司 4 季度仍难逃行业颓势，继续亏损概率较大

报告要点

■ 事件描述

公司发布非公开发行股票预案（修订稿），修订稿中对发行价、发行股数及募集资金投向进行了调整；同时，公司拟与上海歆华租赁开展“银租通”业务，将原本民生银行直接发放贷款转为由歆华租赁以售后回租名义发放，公司与歆华租赁业务实施主体为控股子公司华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管；此外，华菱湘钢、华菱涟钢及华菱连轧管公司拟分别与远东租赁、中航租赁及平安租赁开展融资租赁业务，融资金额分别为 1 亿元、2 亿元及 1 亿元。

■ 事件评论

下调定增价至当前每股净资产以下，补流资金调整为还贷：公司发布定增预案修改稿，拟以不低于 2.79 元/股价格（原预案中为 4.53 元/股）非公开发行不超过 15.05 亿股（原预案中为 9.27 亿股），募集资金 42 亿元，资金用于投资“互联网+”、节能环保、特种用钢等项目并偿还银行贷款，在新预案中，原预案中用于补充流动资金的部分被调整为用于偿还银行贷款。

此次下调发行价 2.79 元的定价方式为不低于发行基准日前 20 天股价均价，已低于公司 3 季报每股净资产 3.03 元，意味着公司预计在方案批复之时，会采用 3 季报至少下一会计期间重新计算每股净资产，并以此为参考标准比对“国资委关于国企增发不能低于 1 倍净资产”要求。假设采用 2015 年年度为参考会计期间，我们据此测算公司 4 季度归属于母公司净利润可能亏损 7.18 亿元。考虑到公司 3 季度亏损 9.42 亿元，4 季度钢铁行业形势并未好转，公司 4 季度可能继续较大幅度亏损也并不意外。当然，我们测算考虑因素较为简单，考虑到实际经营复杂性，公司具体情况有待相关报告公布确认。

同时，可能由于考虑到在当前需求低迷形势下，现金流及偿债问题是钢厂面临各项问题的重中之重，同时较高的财务费用对公司业绩及现金流消耗较大，故调整资金用途集中用于还债也在情理之中。

开展售后回租融资，提升运营能力：由于歆华租赁为“营改增”试点企业，可为公司开具 17%的增值税发票，将民生银行贷款借道歆华租赁以售后回租融资方式发放，将可减少融资费用 302 万元，降低公司融资成本。同时，考虑到公司当前负债率相对较高，钢铁行业持续低迷，公司通过售后回租融资有利于盘活固定资产补充流动资金，既是形势所迫之下的无奈之举，也反映出公司面对困境，积极调整，多方挖潜的能动性。

预计 2015、2016 年公司 EPS 分别为-0.50 元、0.03 元，考虑到目前钢铁板块股价表现与基本面相关度不大，预期之内的业绩低迷对股价的影响也应有限，维持“**增持**”评级。

慧博资讯整理 www.hibor.com.cn 本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

下调定增价至当前每股净资产以下，补流资金调整为还贷

公司发布定增预案修改稿，拟以不低于 2.79 元/股价格（原预案中为 4.53 元/股）非公开发行不超过 15.05 亿股（原预案中为 9.27 亿股），募集资金 42 亿元，资金用于投资“互联网+”、节能环保、特种用钢等项目并偿还银行贷款，在新预案中，原预案中用于补充流动资金的部分被调整为用于偿还银行贷款。

此次下调发行价 2.79 元的定价方式为不低于发行基准日前 20 天股价均价，已低于公司 3 季报每股净资产 3.03 元，意味着公司预计在方案批复之时，会采用 3 季报至少下一会计期间重新计算每股净资产，并以此为参考标准比对“国资委关于国企增发不能低于 1 倍净资产”要求。假设采用 2015 年年度为参考会计期间，我们据此测算公司 4 季度归属于母公司净利润可能亏损 7.18 亿元。考虑到公司 3 季度亏损 9.42 亿元，4 季度钢铁行业形势并未好转，公司 4 季度可能继续较大幅度亏损也并不意外。当然，我们测算考虑因素较为简单，考虑到实际经营复杂性，公司具体情况有待相关报告公布确认。

同时，可能由于考虑到在当前需求低迷的形势下，现金流及偿债问题是钢厂面临各项问题的重中之重（公司 3 季度资产负债率已达 82.91%，高于行业 66.12%水平），同时较高的财务费用对公司业绩及现金流消耗较大，故调整资金用途集中用于还债也在情理之中。

表 1：原预案中用于补充流动资金部分被调整为用于偿还银行贷款

业务类别	项目名称	预计总投资额（亿元）	募集资金拟投入额（亿元）
“互联网+”	“互联网+钢铁”产业链转型升级项目	15.50	11.35
节能环保	收购湖南华菱节能发电有限公司100%股权	11.59	11.59
	湘钢1*135MW超高压高温煤气高效利用发电项目	4.71	3.00
	华菱发电1*135MW超高压高温煤气高效利用发电项目	4.75	1.90
特种用钢	5m宽厚板品种升级技术改造项目	0.89	0.89
	优质特种合金钢线棒生产线技术改造项目	4.40	1.64
其他	偿还银行借款	11.63	11.63
	合计	53.46	42.00

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 2：经测算，预计公司 4 季度归属于母公司净利润至少亏损 7.18 亿元。

定增发行价	2.79
当前股本	30.16
按定增价计算的净资产	84.14
3季度公司归属母公司所有者权益	91.32
2015年前3季度归属母公司净利润	-10.96
2015年3季度归属母公司净利润	-9.42
预计2015年4季度归属母公司净利润亏损额度	-7.18

资料来源：公司资料，长江证券研究部

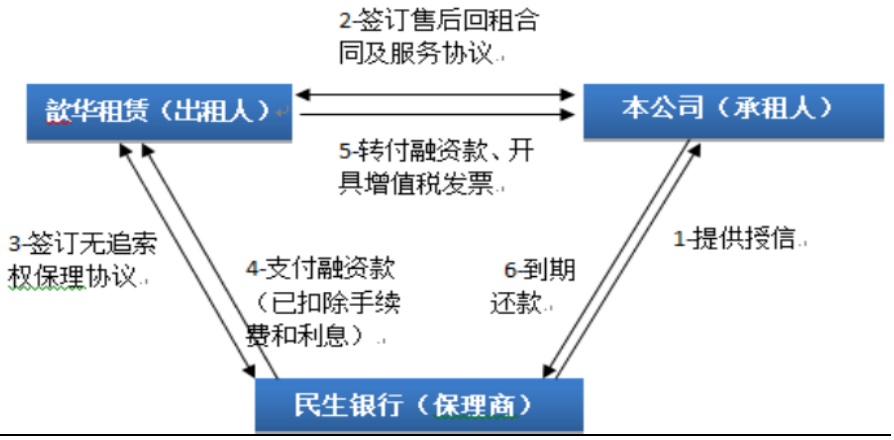
慧博资讯整理 www.hibor.com.cn 本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

开展售后回租，提升运营能力

公司拟与上海歆华租赁开展“银租通”业务，将原本民生银行直接发放贷款转为由歆华租赁以售后回租名义发放，具体实施业务时，由公司控股子公司华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管与歆华租赁业务分别与歆华租赁签订售后回租协议。

由于歆华租赁为“营改增”试点企业，可为公司开具 17%的增值税发票，将民生银行贷款借道歆华租赁以售后回租融资方式发放，将可合计减少融资费用 302 万元，从而降低融资成本。

图 1：公司与歆华租赁开展“银租通“业务的实施方式



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 3：公司与歆华租赁开展“银租通”业务可合计减少融资费用 402 万元

公司名称	贷款金额（亿元）	实际发放金额	融资费用减少额（万元）	银行贷款利率	实际融资成本
华菱湘钢	3.43	3.22	98	6.20%	5.91%
华菱涟钢	3.20	2.99	102	6.60%	6.29%
华菱钢管	3.00	2.81	102	6.40%	6.06%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

此外，公司控股子公司华菱湘钢、华菱涟钢及华菱连轧管公司与远东租赁、中航租赁及平安租赁开展售后回租融资租赁业务，分别融资 1 亿元、2 亿元及 1 亿元，用以补充流动资金。

其中，华菱湘钢融资租赁标的物为自有轧钢专用设备，账面原值为 1.28 亿元，账面净值为 0.69 亿元；华菱涟钢融资租赁标的物为自有轧钢专用设备，账面原值为 3.48 亿元，账面净值为 2.47 亿元；华菱连轧管融资租赁标的物为自有冶炼专用设备，账面原值为 1.21 亿元，账面净值为 0.62 亿元。

表 4：公司控股子公司售后回租融资业务具体情况

公司名称	融资金额（亿元）	租赁利率	租赁期限	租金计算方式	支付方式
华菱湘钢	1	4.63%	3	等额本息法	12期

慧博资讯整理 www.hibor.com.cn 本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

华菱涟钢	2	4.75%	5	等额本息法	20期
华菱连轧管	1	5.00%	5	等额本息法	10期

资料来源：公司资料，长江证券研究部

考虑到公司当前负债率相对较高，钢铁行业持续低迷，公司通过售后回租融资有利于盘活固定资产补充流动资金，既是形势所迫之下的无奈之举，也反映出公司面对困境，积极调整，多方挖潜的能动性。

维持“增持”评级

预计 2015、2016 年公司 EPS 分别为-0.50 元、0.03 元，考虑到目前钢铁板块股价表现与基本面相关度不大，预期之内的业绩低迷对股价的影响也应有限，维持“**增持**”评级。

慧博资讯整理 www.hibor.com.cn 本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	55673	48857	52954	51273
增长率(%)	-7%	-12%	8%	-3%
归属母公司所有者净利润（百万元）	74.6	-1508.0	89.0	177.2
增长率(%)	-29%	-2121%	106%	99%
每股收益(元)	0.025	-0.500	0.030	0.059
净资产收益率（%）	0.7%	-16.9%	1.0%	1.9%
每股经营现金流（元）	2.41			

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	**55673**	**48857**	**52954**	**51273**
营业成本	51249	47590	49096	47429
毛利	**4424**	**1266**	**3859**	**3845**
%营业收入	7.9%	2.6%	7.3%	7.5%
营业税金及附加	192	169	183	177
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	749	657	712	690
%营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	1515	1330	1441	1396
%营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
财务费用	1894	1431	1385	1310
%营业收入	3.4%	2.9%	2.6%	2.6%
资产减值损失	62	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
投资收益	12	0	0	0
营业利润	**28**	**-2320**	**137**	**273**
%营业收入	0.1%	-4.7%	0.3%	0.5%
营业外收支	177	0	0	0
利润总额	**174**	**-2320**	**137**	**273**
%营业收入	0.3%	-4.7%	0.3%	0.5%
所得税费用	28	-580	34	68
净利润	147	-1740	103	204
归属于母公司所有者的净利润	**74.6**	**-1508.0**	**89.0**	**177.2**
少数股东损益	72	-232	14	27
EPS（元/股）	**0.02**	**-0.50**	**0.03**	**0.06**

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流净额	**7268**	**3149**	**5143**	**5156**
取得投资收益	21	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-3124	-2989	-1530	-1513
其他	1493	0	0	0
投资活动现金流净额	**-1631**	**-2989**	**-1530**	**-1513**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	361	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-846	-962	-1806	-2475
筹资成本	2100	-1204	-1398	-1336
其他	-4200	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-2584**	**-2166**	**-3204**	**-3811**
现金净流量	**3052**	**-2006**	**410**	**-168**

资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	6891	4886	5295	5127
交易性金融资产	208	208	208	208
应收账款	2216	1945	2108	2041
存货	7905	7343	7573	7316
预付账款	574	533	550	531
其他流动资产	1930	1694	1836	1777
流动资产合计	**23493**	**19915**	**21155**	**20472**
可供出售金融资产	71	71	71	71
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	52	52	52	52
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	45592	45773	44334	42789
无形资产	3796	3606	3426	3255
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	38	0	0	0
其他非流动资产	49	98	147	196
资产总计	**73091**	**69515**	**69184**	**66834**
短期贷款	33029	32067	30261	27786
应付款项	13155	12218	12603	12175
预收账款	2532	2222	2409	2332
应付职工薪酬	331	307	317	306
应交税费	55	-103	54	61
其他流动负债	3050	2826	2921	2822
流动负债合计	**52152**	**49538**	**48564**	**45482**
长期借款	5684	5684	5684	5684
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	0	0	0
其他非流动负债	554	1107	1661	2214
负债合计	**58392**	**56329**	**55909**	**53381**
归属于母公司	10222	8941	9016	9167
少数股东权益	4477	4245	4259	4286
股东权益	**14699**	**13186**	**13275**	**13453**
负债及股东权益	**73091**	**69515**	**69184**	**66834**

基本指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EPS	0.025	-0.500	0.030	0.059
BVPS	3.39	2.96	2.99	3.04
PE	120.41	-5.96	100.96	50.72
PEG	3.61	-0.18	3.02	1.52
PB	0.88	1.01	1.00	0.98
EV/EBITDA	8.84	19.85	8.49	7.76
ROE	0.7%	-16.9%	1.0%	1.9%

慧博资讯整理 www.hibor.com.cn 本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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：	
	买　　入：	相对大盘涨幅大于 10%
	增　　持：	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。

慧博资讯整理 www.hibor.com.cn 本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

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 9 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。