

华菱钢铁 (000932.SZ)

传统钢企华丽转身，打造“金融+环保节能”大平台

 评级：**增持**

 前次：**增持**

分析师

分析师 郭皓

笃慧

S0740513080001

S0740510120023

021-20315196

021-20315133

guohao@r.qlzq.com.cn

duhui@r.qlzq.com.cn

联系人 赖福洋

2016年08月07日

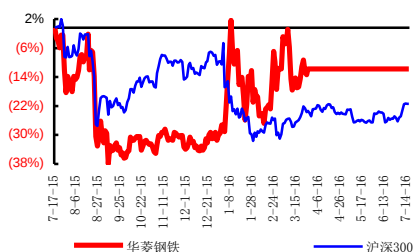
021-20315128

laify@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,016
流通股本(百万股)	3,015
市价(元)	3.95
市值(百万元)	11,912
流通市值(百万元)	11,910

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	55,599.	41,405.	47,307.	49,665.	49,169.
营业收入增速	-6.79%	-25.53%	14.25%	4.99%	-1.00%
归属于母公司的净利润	32.24	-3,018.2	366.87	188.36	95.79
净利润增长率	-61.81%	-9460.7	112.16	-48.66%	-49.14%
摊薄每股收益(元)	0.01	-1.00	0.12	0.06	0.03
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	366.63	—	32.47	63.24	124.35
PEG	—	—	0.29	—	—
每股净资产(元)	3.39	2.41	2.53	2.60	2.63
每股现金流量	2.41	1.40	1.58	1.47	1.78
净资产收益率	0.32%	-41.48%	4.80%	2.41%	1.21%
市净率	1.16	1.35	1.56	1.52	1.50
总股本(百万股)	3,015.6	3,015.6	3,015.6	3,015.6	3,015.6

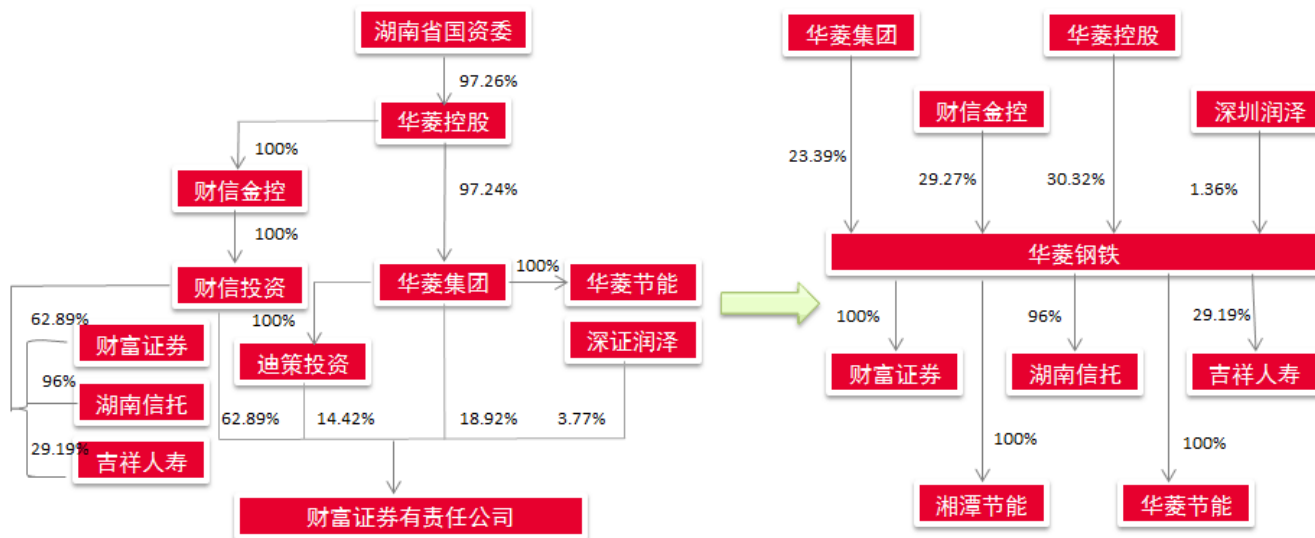
备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件概况：**公司发布重大资产置换以及非公开发行交易预案，大致分为以下几部分，1) 资产置换：公司以除湘潭节能 100%股权外的全部资产及负债与华菱集团持有的华菱节能 100%股权、财富证券 18.92% 股权、华菱集团全资子公司迪策投资持有的财富证券 14.42% 股权中的等值部分进行置换，差额部分由华菱集团向上市公司支付现金补足；2) 发行股份购买资产：公司拟通过非公开发行购买财信金控持有的财信投资 100% 股权和深圳润泽持有的财富证券 3.77% 股权。本次发行股份购买资产的初步交易作价为 85.87 亿元。向财信金控、深圳润泽分别非公开发行 22.61 亿股和 1.05 亿股，合计发行约 23.66 亿股，发行价格为 3.63 元/股；3) 募集配套资金：公司拟通过非公开发行向华菱控股募集配套资金，募集资金总额不超过 85 亿元，股份发行数量不超过 23.42 亿股，发行价格为 3.63 元/股；
- **整合国有资产、实现转型发展：**虽然近期钢铁行业出现反弹趋势，二季度行业盈利更是大幅度改善，但是客观而言，在人口老龄化、城市化速度减缓背景下行业需求下行中长期无法避免，钢铁行业的改革与转型仍是未来的重中之重。而对于国有钢企而言，由于存在国有资产保值增值要求，这就要求大股东层面重新审视其未来发展规划，诸如资产置换等资本运作手段便是重要备选项。正是在这种背景下，华菱集团启动了本次资产置换及非公开发行交易，力图将华菱控股打造成集产业运营、产业投资、金融服务、资产管理于一体的省属国有资本运营平台。推动湖南省内国有企业之间的整合，优化国有资产资源配置，实现国有企业做大做强；
- **金融环保资产注入打造综合运营平台：**从此次交易方案来看，拟注入的资产以盈利能力较强的金融类为主，包括财富证券、湖南信托、吉祥人寿等。交易完成后，华菱集团、财信金控、华菱控股、深圳润泽将分别持有华菱钢铁 23.39%、29.27%、30.32%、1.36% 股权，而华菱钢铁将直接或间接持有财富证券

100%股权、湖南信托 96%股权、吉祥人寿 29.19%股权、湘潭节能 100%股权、华菱节能 100%股权，公司将由传统的钢铁业务转型为证券、信托、保险及节能发电等业务。通过此次交易，一方面可以满足省内经济社会发展基础和民生需求，为地方经济发展提供全方位金融服务；另一方面，湖南省内的优质金融资产注入上市公司，将进一步推动湖南省国有资产证券化的工作，打造湖南地方金融产业的领军企业和地方金融控股集团；

图表 1：公司股权变化示意图



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **增强上市公司盈利能力和财务状况：**本次交易完成之后，上市公司将形成以“金融+节能发电”双轮驱动的业务架构，成功打造以湖南地区为主、辐射全国的金融控股平台。华菱钢铁 2015 年净利为-40.19 亿元，亏损严重，对应的 ROE 为-41.48%，而与此同时置入和购买的资产如财信投资、财富证券、华菱节能 2015 年净利为 8.08 亿元、9.75 亿元、1.08 亿元，对应的 ROE 分别为 23.76%、23.38%、10.63%，实现了以优换劣。经过折算，此次交易预计将增厚公司 2015 年 EPS 1.23 元，上市公司将有效拓宽盈利来源，提升可持续发展能力、抗风险能力以及后续发展潜力，并为整体经营业绩提升提供保证；
- **置入资产估值水平基本合理：**从交易资产所涉及的相关标的来看，置出的资产估值相对较低，PB 仅为 0.67，而目前的行业 PB 普遍达到 1.33。对于置入的资产而言，包括财信投资、财富证券以及华菱节能基本是行业估值平均水平，预估值较为合理。根据行业平均 PB 再加上现金差价以及募集的现金额度，预计本次交易完成后公司的合理市值大约在 290 亿元；

图表 2：置入资产估值水平合理

相关标的	预估值	净资产	对应PB	行业平均PB
置出资产	62.58	93.99	0.67	1.28
财信投资	82.06	34.33	2.39	2.64
财富证券	88.55	43.27	2.05	2.03
华菱节能	12.96	10.68	1.21	1.87

来源：中泰证券研究所

- **投资建议：**这次交易是公司从传统钢铁主业切换到大金融领域的重大战略升级，在国有资源整合的同时实现了上市公司平台内装资源的以优换劣，“金融+节能环保”的双轮驱动将为公司业绩的长期增长注入活力。建议持续关注公司的转型升级发展之路，维持“增持”评级。

图表 1：三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	59,652	55,600	41,406	47,307	49,666	49,169
增长率	0.67%	-6.8%	-25.5%	14.3%	5.0%	-1.0%
营业成本	-56,496	-51,249	-40,241	-42,615	-45,598	-45,370
% 销售收入	94.7%	92.2%	97.2%	90.1%	91.8%	92.3%
毛利	3,156	4,350	1,164	4,692	4,067	3,799
% 销售收入	5.3%	7.8%	2.8%	9.9%	8.2%	7.7%
营业税金及附加	-229	-192	-191	-180	-184	-177
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-581	-749	-856	-852	-795	-787
% 销售收入	1.0%	1.3%	2.1%	1.8%	1.6%	1.6%
管理费用	-1,489	-1,515	-1,478	-1,419	-1,391	-1,377
% 销售收入	2.5%	2.7%	3.6%	3.0%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	857	1,894	-1,361	2,241	1,698	1,458
% 销售收入	1.4%	3.4%	-3.3%	4.7%	3.4%	3.0%
财务费用	-1,261	-1,894	-2,761	-1,504	-1,476	-1,421
% 销售收入	2.1%	3.4%	6.7%	3.2%	3.0%	2.9%
资产减值损失	-83	-62	-332	-266	-239	-191
公允价值变动收益	-3	5	8	114	227	129
投资收益	365	12	60	147	120	117
% 税前利润	252.8%	9.3%	-1.4%	16.2%	24.1%	45.0%
营业利润	-126	-45	-4,386	734	330	93
营业利润率	-0.2%	-0.1%	-10.6%	1.6%	0.7%	0.2%
营业外收支	271	177	148	178	168	168
税前利润	144	132	-4,238	912	497	261
利润率	0.2%	0.2%	-10.2%	1.9%	1.0%	0.5%
所得税	-18	-28	160	-228	-124	-65
所得税率	12.6%	21.0%	3.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	126	104	-4,078	684	373	196
少数股东损益	42	72	-1,060	317	185	100
归属于母公司的净利润	84	32	-3,018	367	188	96
净利率	0.1%	0.1%	-7.3%	0.8%	0.4%	0.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	147	147	-4,019	684	373	196
少数股东损益	0	0	0	317	185	100
非现金支出	2,794	2,763	3,244	3,315	3,446	3,552
非经营收益	939	1,744	1,868	1,101	1,000	1,046
营运资金变动	-3,000	2,614	3,118	-340	-398	564
经营活动现金净流	880	7,268	4,211	5,077	4,606	5,457
资本开支	2,360	3,124	1,580	1,993	1,464	1,300
投资	-616	140	-562	-101	-231	-108
其他	161	1,353	118	261	347	246
投资活动现金净流	-2,815	-1,631	-2,023	-1,833	-1,349	-1,161
股权募资	707	361	0	0	0	0
债权募资	2,494	-846	-645	-500	-700	-1,800
其他	-1,818	-2,137	-665	-1,607	-1,515	-1,460
筹资活动现金净流	1,384	-2,622	-1,310	-2,107	-2,215	-3,260
现金净流量	-552	3,015	878	1,137	1,043	1,036

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,035	6,891	10,078	10,899	11,757	12,693
应收款项	9,366	5,980	5,632	6,273	6,341	6,264
存货	8,809	7,905	8,022	7,939	8,245	8,080
其他流动资产	2,149	2,716	3,605	3,655	3,873	3,993
流动资产	23,359	23,493	27,338	28,766	30,216	31,030
% 总资产	33.0%	32.1%	35.7%	37.5%	39.5%	41.3%
长期投资	1,487	122	121	111	120	105
固定资产	42,048	45,589	44,983	43,925	42,187	40,175
% 总资产	59.4%	62.4%	58.8%	57.2%	55.2%	53.5%
无形资产	3,821	3,798	3,846	3,760	3,684	3,612
非流动资产	47,432	49,598	49,161	48,007	46,202	44,103
% 总资产	67.0%	67.9%	64.3%	62.5%	60.5%	58.7%
资产总计	70,791	73,091	76,499	76,773	76,418	75,133
短期借款	31,097	33,029	34,204	33,704	33,004	31,204
应付款项	17,833	17,431	23,135	23,311	23,254	23,576
其他流动负债	1,451	1,693	2,973	2,888	2,917	2,914
流动负债	50,381	52,152	60,312	59,903	59,175	57,694
长期贷款	6,898	5,684	4,353	4,353	4,353	4,353
其他长期负债	577	556	1,161	1,161	1,161	1,161
负债	57,856	58,392	65,825	65,416	64,688	63,207
普通股股东权益	10,123	10,222	7,276	7,643	7,831	7,927
少数股东权益	2,812	4,477	3,398	3,715	3,900	3,999
负债股东权益合计	70,791	73,091	76,499	76,773	76,418	75,133

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.028	0.011	-1.001	0.122	0.062	0.032
每股净资产 (元)	3.357	3.390	2.413	2.534	2.597	2.629
每股经营现金净流 (元)	0.292	2.410	1.396	1.579	1.466	1.777
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.83%	0.32%	-41.48%	4.80%	2.41%	1.21%
总资产收益率	0.12%	0.04%	-3.95%	0.48%	0.25%	0.13%
投入资本收益率	1.63%	3.24%	-3.40%	4.45%	3.50%	3.24%
增长率						
营业总收入增长率	0.67%	-6.79%	-25.53%	14.25%	4.99%	-1.00%
EBIT 增长率	156.77%	121.04%	-171.86%	264.71%	-24.23%	-14.13%
净利润增长率	102.58%	-61.81%	-9460.79%	112.16%	-48.66%	-49.14%
总资产增长率	7.85%	3.25%	4.66%	0.36%	-0.46%	-1.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.4	12.4	19.2	18.0	16.0	16.0
存货周转天数	55.5	59.5	72.2	68.0	66.0	65.0
应付账款周转天数	38.0	48.2	56.5	52.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	248.5	267.4	370.7	334.3	313.9	310.7
偿债能力						
净负债/股东权益	267.63%	215.07%	262.15%	233.77%	211.16%	183.72%
EBIT 利息保障倍数	0.7	1.0	-0.5	1.5	1.2	1.0
资产负债率	81.73%	79.89%	86.05%	85.21%	84.65%	84.13%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。