公司深度研究报告

# 华菱钢铁 股票代码：000932.SZ

# 浴火重生，打造金融湘军

**事　　项：**

近年受宏观经济及钢材价格连续下跌的影响，华菱钢铁生产经营受到冲击，2015 年净利润大幅亏损 40.19 亿元。本次重组交易拟用钢铁资产置换、购买金融资产，本次交易完成后，公司将直接或间接持有财信投资 100%股权、财富证券 100%股权、湖南信托 96%股权、吉祥人寿 38.26%股权、湘潭节能 100%股权、华菱节能 100%股权。华菱钢铁将转型为从事证券、信托、保险等金融业务及节能发电业务的双主业综合平台。

**目标价：　5.66RMB**

**当前股价：5.2RMB**

**投资评级　推荐**

**评级变动　首次评级**

## 主要观点

**1.资产重组注入优质节能及金融资产，打造湖南省金控平台**

本次交易前，华菱钢铁主营钢铁产品的生产与销售，公司拟通过此次重大资产重组，置出钢铁资产，置入金融资产。交易完成后华菱钢铁将直接或间接持有财信投资 100%股权、财富证券 100%股权、湖南信托 96%股权、吉祥人寿 38.26%股权、湘潭节能 100%股权、华菱节能 100%股权，公司的业务范围将涵盖金融及发电业务，形成以“金融+节能发电”双轮驱动的业务架构，成为以湖南地区为主、辐射全国的金融控股平台。

**2.地域优势+股东优势+资本金补充，金融资产未来发展潜力较大**

随着优质金融资产的注入，公司集齐证券、信托、保险牌照，有效拓宽公司的盈利来源。同时此次重大资产重组配套融资 84 亿元，全部将用于置入的金融资产的资本金补充，这将更有利于公司提升可持续发展能力、抗风险能力以及后续发展潜力，为整体经营业绩提升提供保证。

财富证券、湖南信托、吉祥人寿均常年深耕湖南，在省内具有较大知名度和竞争优势，此次一同注入上市公司，同时依托股东财信投资拥有的资源优势，更能充分发挥业务协同作用，未来发展值得期待。

**3.投资建议：**

本次交易方案由三部分组成：资产置换、发行股份购买资产、发行股份募集配套资金。我们采用分部估值法对公司资产进行 PB 估值，置入金融资产估值 254 亿元，再加上节能发电资产稳定的盈利能力，以及配套融资 84 亿产生的后续增值，财信金控旗下手握的湖南省资产管理公司 AMC 的牌照价值，潜在的估值提升，我们预计公司总估值达到 434 亿元。公司增发后总股本为 76.74 亿股，对应每股价格 5.66 元。首次覆盖，给予推荐评级。

**4.风险提示：**资产重组失败的风险。

**证券分析师**

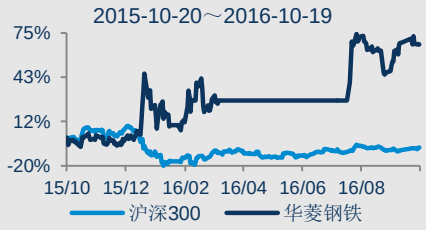
**证券分析师：华中炜**

执业编号：S0360512040001
邮箱：huazhongwei@hcyjs.com

**公司基本数据**

| | |
|---|---|
| 总股本(万股) | 301,565 |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 301,507/- |
| 资产负债率(%) | 86.8 |
| 每股净资产(元) | 2.1 |
| 市盈率(倍) | -4.18 |
| 市净率(倍) | 2.16 |
| 12 个月内最高/最低价 | 5.71/2.88 |

**市场表现对比图(近 12 个月)**




**相关研究报告**

# 目 录

一、重组方案概况 ..... 4
（一）重组背景 ..... 4
（二）资产置换 ..... 5
（三）发行股份购买资产 ..... 5
（四）发行股份募集配套资金 ..... 6
二、拟置入资产情况 ..... 7
（一）财富证券 ..... 7
（二）湖南信托 ..... 8
（三）吉祥人寿 ..... 10
（四）华菱节能 ..... 11
三、分部估值 ..... 12

# 图表目录

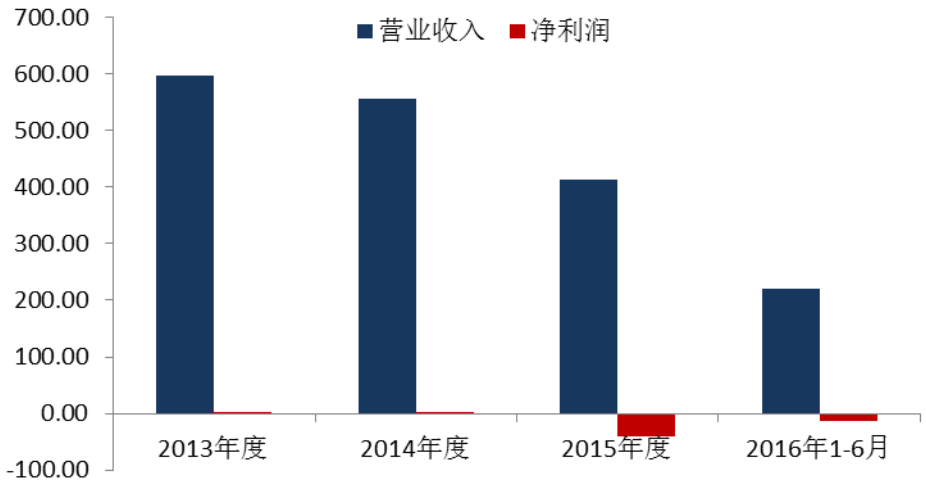
图表 1 华菱钢铁近几年财务数据（单位：亿元） ..... 4
图表 2 2016 年上半年华菱钢铁主营业务构成情况（单位：亿元） ..... 4
图表 3 交易各方的股权关系图 ..... 5
图表 4 标的资产评估情况（单位：万元） ..... 5
图表 5 交易前后公司主要财务指标变化（单位：亿元） ..... 6
图表 6 配套募集资金用途 ..... 6
图表 7 上市公司的股权结构变化情况（单位：万股） ..... 6
图表 8 财富证券五大业务板块收入情况（单位：亿元） ..... 7
图表 9 财富证券经纪业务平均总佣金费率情况 ..... 7
图表 10 代理买卖证券业务交易额（单位：亿元） ..... 7
图表 11 财富证券债券承销业务情况（单位：亿元） ..... 8
图表 12 财富证券资管产品数量及管理资金规模 ..... 8
图表 13 财富证券利润表数据（单位：亿元） ..... 8
图表 14 湖南信托收入结构（单位：万元） ..... 9
图表 15 湖南信托主动、被动信托资产规模情况 ..... 9
图表 16 湖南信托集合、单一、其他业务项目资产规模情况 ..... 9
图表 17 湖南信托的信托资产平均余额、平均报酬率情况 ..... 10
图表 18 湖南信托利润表数据（单位：亿元） ..... 10
图表 19 吉祥人寿各类寿险产品保险业务收入情况（单位：万元） ..... 10
图表 20 吉祥人寿利润表数据（单位：亿元） ..... 11
图表 21 华菱节能电力生产、收入情况 ..... 11
图表 22 华菱节能利润表数据（单位：亿元） ..... 12
图表 23 分部估值（单位：亿元） ..... 12

# 一、重组方案概况

## （一）重组背景

**钢铁行业景气度下降，原主营业务持续亏损。**湖南华菱钢铁股份有限公司（简称：华菱钢铁）以铁矿石和废钢为主要原材料，以煤和焦炭为主要燃料，生产和销售线材、棒材、螺纹钢、冷轧板卷、热轧薄板、宽厚板、无缝钢管等钢材产品，其实际控制人为湖南省国资委。2015 年钢铁行业整体低迷，钢材价格持续下跌，公司产铁 1448 万吨、粗钢 1487 万吨、钢材 1416 万吨，净利润大幅亏损 40.19 亿元。今年上半年钢铁行业一方面承受宏观经济下行压力，另一方面因为产能过剩导致钢材价格持续低迷，而企业成本刚性较强，华菱钢铁在 1-6 月期间净利润亏损 13.76 亿元。

**图表 1　华菱钢铁近几年财务数据（单位：亿元）**




*资料来源：公司公告，华创证券*

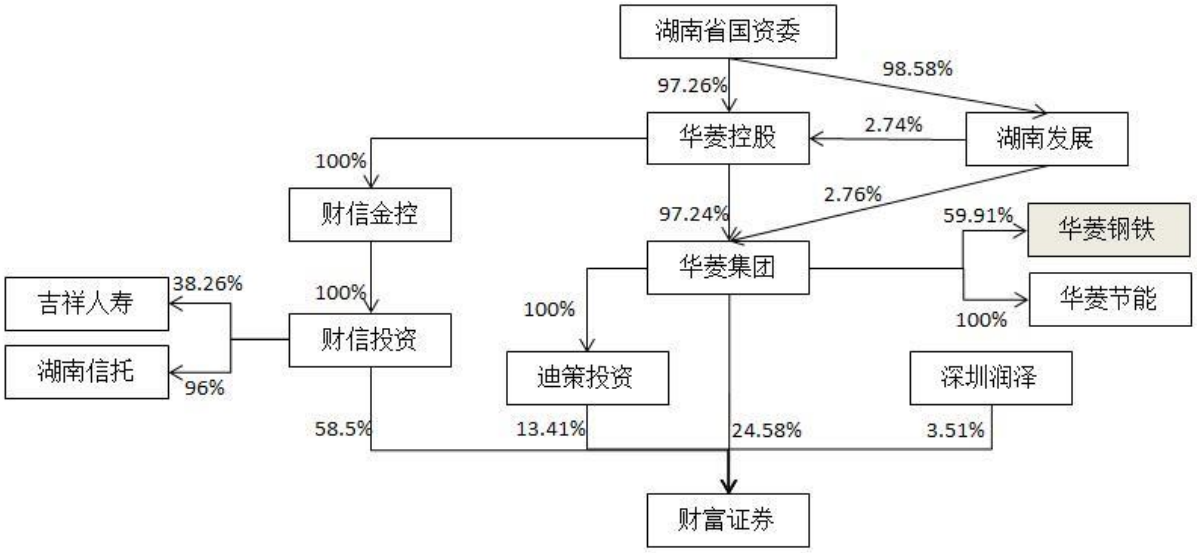
**图表 2　2016 年上半年华菱钢铁主营业务构成情况（单位：亿元）**

| | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率 | 营业收入同比 | 营业成本同比 | 毛利率比上年同期增减 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 分行业 | | | | | | |
| 钢铁行业 | 219.33 | 204.93 | 6.56% | 2.31% | 5.14% | 下降 2.52 个百分点 |
| 分产品 | | | | | | |
| 长材 | 55.53 | 49.22 | 11.35% | 3.35% | -4.72% | 增加 7.51 个百分点 |
| 板材 | 101.32 | 93.63 | 7.58% | -9.24% | -6.20% | 下降 2.99 个百分点 |
| 钢管 | 17.92 | 19.76 | -10.25% | -20.52% | 4.70% | 下降 26.56 个百分点 |
| 其他 | 44.56 | 42.31 | 5.05% | 68.33% | 72.39% | 下降 2.24 个百分点 |
| 分地区 | | | | | | |
| 国内 | 202.69 | 190.45 | 6.04% | 6.29% | 9.68% | 下降 2.90 个百分点 |
| 国外 | 16.63 | 14.47 | 12.98% | -29.79% | -31.94% | 增加 2.75 个百分点 |

*资料来源：华创证券*

**以钢铁资产置换金融资产，实现业务转型。**为改善资产质量，增强公司的持续经营能力，公司拟通过此次重大资产重组，置出钢铁资产，置入金融、发电资产，形成以“金融+节能发电”双轮驱动的业务架构，成为以湖南地区为主、辐射全国的金融控股平台。华菱钢铁本次交易方案由三部分组成：资产置换、发行股份购买资产、发行股份募集配套资金。交易方华菱控股、华菱集团、迪策投资和财信金控均为公司的关联方。方案已获得交易方董事会或和股东大会的同意，并已获得湖南省国资委的原则性同意。

图表 3 交易各方的股权关系图




*资料来源：公司公告，华创证券*

### （二）资产置换

除湘潭节能 100%股权外，华菱钢铁的全部资产及负债将置出，与华菱集团、迪策投资所持置入资产（**华菱节能 100%股权、财富证券 37.99%股权**）的等值部分进行资产置换，差额部分由华菱集团向华菱钢铁支付现金补足。华菱钢铁置出资产评估值及交易对价约为 60.9 亿元，置入资产合计交易对价为 54.5 亿元。华菱钢铁置出的全部资产及负债由华菱集团承接，置入的财富证券股权将由本次重组完成后上市公司的全资子公司财信投资承接。

### （三）发行股份购买资产

本次发行股份购买的资产为**财信金控持有的财信投资 100%股权，以及深圳润泽持有的财富证券 3.51%股权**。此次发股采取向财信金控、深圳润泽非公开发行的方式。财信金控以其持有的财信投资 100%股权认购本次发行的股份，深圳润泽以其持有的财富证券 3.51%股权认购本次发行的股份。公司购买的财富证券股权将由财信投资承接。本次发股价格为 3.63 元/股，公司购买资产的交易价格合计 85.1 亿元，预计发行 23.44 亿股。

图表 4 标的资产评估情况（单位：万元）

| 标的 | | 账面值 | 评估值 | 增值率 | 基准日收购比例 | 标的资产评估值 | 评估方法 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 拟置出资产 | 63.21 | 60.92 | -3.62% | 100% | 60.92 | 资产基础法 |
| 2 | 财信投资 | 8.91 | 81.44 | 814.10% | 100% | 81.44 | 资产基础法 |
| 3 | 湖南信托 | 30.55 | 53.20 | 74.13% | 96% | 51.07 | 市场法 |
| 4 | 财富证券 | 42.16 | 84.33 | 100.04% | 100% | 84.33 | 市场法 |
| 5 | 吉祥人寿 | 6.88 | 15.87 | 130.82% | 29.19% | 4.63 | 市场法 |
| 6 | 华菱节能 | 10.64 | 13.06 | 22.73% | 100% | 13.06 | 资产基础法 |

*资料来源：公司公告，华创证券*

图表 5 交易前后公司主要财务指标变化（单位：亿元）

| 项目 | 本次交易前 | | 本次交易后 | |
|---|---|---|---|---|
| | 2015 年度 | 2016 年 1-4 月 | 2015 年度 | 2016 年 1-4 月 |
| 总资产 | 764.99 | 710.87 | 438.57 | 468.39 |
| 归属于母公司股东的权益 | 72.76 | 61.69 | 141.18 | 142.66 |
| 营业总收入 | 414.99 | 141.28 | 56.91 | 18.98 |
| 利润总额 | -41.79 | -15.45 | 20.01 | 1.96 |
| 归属于母公司所有者净利润 | -29.59 | -11.04 | 15.33 | 1.72 |
| 资产负债率 | 86.05% | 86.90% | 67.36% | 69.12% |
| 基本每股收益（元/股） | -0.98 | -0.37 | 0.29 | 0.03 |
| 扣除非经常性损益后的基本每股收益（元/股） | -0.99 | -0.35 | 0.29 | 0.03 |
| 加权平均净资产收益率 | -33.82% | -16.42% | 11.42% | 1.21% |

*资料来源：公司公告、华创证券*

### （四）发行股份募集配套资金

华菱钢铁拟向华菱控股非公开发行股份，发行价格为3.63元/股，配套融资总金融84亿元，预计发行股份数量为23.14亿股。募集配套资金将用于对财信投资的增资，并由财信投资通过增资方式**补充财富证券、湖南信托和吉祥人寿的资本金**。

图表 6 配套募集资金用途

| 标的 | 募集资金用途 | 金额（亿元） |
|---|---|---|
| 财富证券 | 补充资本金 | 59.00 |
| 湖南信托 | 补充资本金 | 15.00 |
| 吉祥人寿 | 补充资本金 | 10.00 |
| 合计 | | **84.00** |

*资料来源：公司公告、华创证券*

图表 7 上市公司的股权结构变化情况（单位：万股）

| 股东名称 | 本次交易前 | | 本次交易后（募集配套资金前） | | 本次交易后（募集配套资金后） | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 持股数量 | 占比 | 持股数量 | 占比 | 持股数量 | 占比 |
| 华菱集团 | 180,656.09 | 59.91% | 180,656.09 | 33.70% | 180,656.09 | 23.54% |
| 财信金控 | - | - | 224,361.90 | 41.86% | 224,361.90 | 29.24% |
| 华菱控股 | - | - | - | - | 231,404.96 | 30.15% |
| 深圳润泽 | - | - | 10,086.61 | 1.88% | 10,086.61 | 1.31% |
| 其他股东 | 120,908.91 | 40.09% | 120,908.91 | 22.56% | 120,908.91 | 15.76% |
| 合计 | **301,565.00** | **100.00%** | **536,013.51** | **100.00%** | **767,418.47** | **100.00%** |

*资料来源：公司公告、华创证券*

## 二、拟置入资产情况

### （一）财富证券

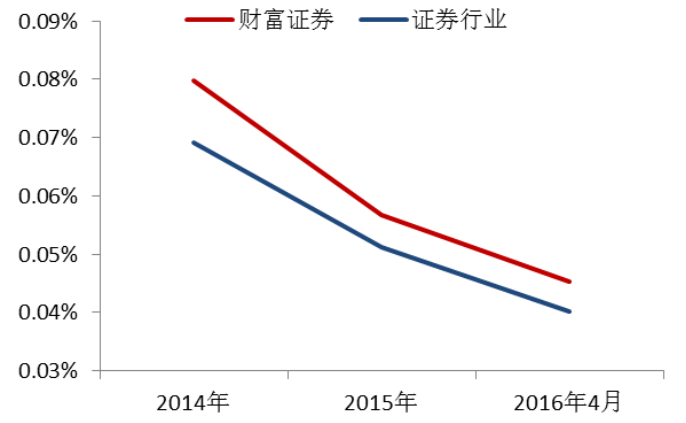
**图表 8 财富证券五大业务板块收入情况（单位：亿元）**

| | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年 1-4 月 |
|---|---|---|---|
| 证券经纪业务 | 3.98 | 11.73 | 2.06 |
| 期货经纪业务 | 0.38 | 0.43 | 0.11 |
| 投资银行业务 | 0.82 | 1.50 | 2.55 |
| 资产管理业务 | 0.12 | 0.20 | 0.04 |
| 投资咨询业务 | 0.02 | 0.08 | 0.01 |
| 其他 | -0.01 | -0.01 | -0.01 |
| 手续费及佣金净收入合计 | 5.31 | 13.92 | 4.75 |

*资料来源：公司公告、华创证券*

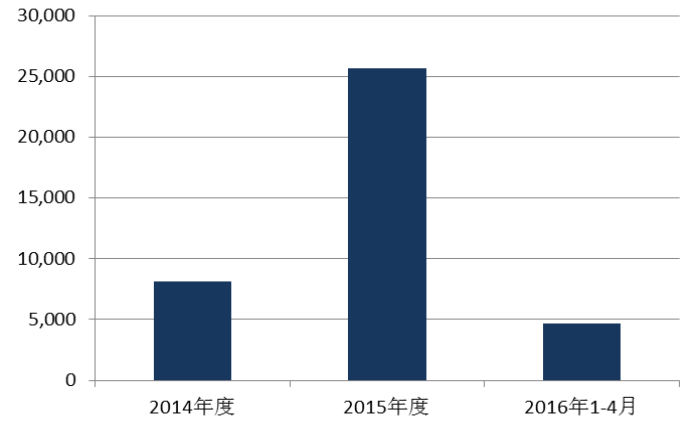
**经纪业务是财富证券最为重要的收入来源之一，互联网+加速业务转型。**目前财富证券拥有营业部数量达到 62 家，覆盖湖南全省。2015 年财富证券合并口径代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）位列行业第 50 名。根据公司未经审计数据，2016 年 1-4 月财富证券实现代理买卖证券业务净收入 2.04 亿元。随着证券公司同质化竞争加剧、互联网金融发展，公司佣金费率持续下滑，但仍高于行业水平。此外，财富证券积极利用互联网平台拓展获客模式，先后与万德资讯、同花顺、股票雷达等开展合作，2015 年通过互联网开发客户占财富证券全年新增客户的 2/3，2016 年上半年，互联网客户累计交易量占整体交易量的 1/3。

**图表 9 财富证券经纪业务平均总佣金费率情况**




*资料来源：公司公告、华创证券*

**图表 10 代理买卖证券业务交易额（单位：亿元）**




*资料来源：公司公告、华创证券*

**区域优势结合股东优势，投行业务协同效应明显，资管业务主动投资能力增强。**财富证券是湖南省内唯一省属国有控股证券公司，按照“深耕湖南，面向全国”的业务发展思路，财富证券业务和营业网点已覆盖湖南全省各地州市。依托湖南省经济发展总体呈现稳中有升、稳中有进的态势，财富证券凭借省内较高的品牌知名度和较强的市场竞争力，为自身业务的持续稳健扩张提供有利基础。多年来企业债券的承销金额在湖南市场始终排名第一并跻身全国前列。根据 Wind 资讯统计，2015 年财富证券企业债券承销金额全国市场排名由上年的第 33 名上升到第 14 名，2016 年 1-6 月上升至第 3 名。同时，财富证券控股股东财信投资为湖南省内金融牌照最齐全、实力最雄厚的国有金融企业，依托财信投资大力推行的业务协同战略，财富证券与各金融业务平台之间优势互补、资源共享，能够为客户提供投融资等一揽子综合化、定制化、整体化的金融服务解决方案。资管业务方面，财富证券资产管理规模大幅提升，其中集合资产管理计划的受托资金占比由 2014 年末的 10%提升至目前的超过 20%，主动投资能力显著提高。

图表 11 财富证券债券承销业务情况（单位：亿元）

| 项目 | | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年 1-4 月 |
|---|---|---|---|---|
| 主承销 | 承销次数 | 8 | 18 | 20 |
| | 承销金额 | 65 | 114.43 | 248.17 |

*资料来源：公司公告、华创证券*

图表 12 财富证券资管产品数量及管理资金规模

| | | 集合资产管理业务 | 定向资产管理业务 |
|---|---|---|---|
| 2014 年末 | 产品只数 | 8 | 26 |
| | 受托资金（亿元） | 15.04 | 125.69 |
| 2015 年末 | 产品只数 | 8 | 28 |
| | 受托资金（亿元） | 29.98 | 108.70 |
| 2016 年 4 月末 | 产品只数 | 11 | 34 |
| | 受托资金（亿元） | 39.41 | 151.12 |

*资料来源：公司公告、华创证券*

**场外业务具有优势。**财富证券拥有证券经营业务全牌照，特别是在场外市场领域，建立起了较为齐全的场外市场业务平台。除获得的自主 OTC 柜台业务资格外，财富证券还投资湖南省唯一的省级股权交易所和唯一的省级金融资产交易中心。场外业务平台的规范、快速发展，延伸了公司的业务价值链，为公司的股权投资业务、新三板挂牌业务、IPO 业务、并购重组业务等提供了更多的市场机会。财富证券通过充分发挥场内场外业务牌照齐全的优势，有效推动场内场外业务的互联互动，为客户提供全方位的综合金融服务。

图表 13 财富证券利润表数据（单位：亿元）

| | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年 1-4 月 |
|---|---|---|---|
| 营业收入 | 12.14 | 25.08 | 3.18 |
| 利润总额 | 5.72 | 12.40 | 0.58 |
| 净利润 | 4.44 | 9.76 | 0.91 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 4.52 | 9.75 | 0.91 |
| 归属于母公司所有者的净利润（扣除非经常性损益） | 3.03 | 9.75 | 0.91 |

*资料来源：公司公告、华创证券*

### （二）湖南信托

湖南信托成立于 1985 年，2001 年财信投资作为国有资产出资人成为湖南信托控股股东。目前，财信投资和湖南国投分别持有湖南信托 96%和 4%的股权。湖南信托目前所从事的业务分为固有业务和信托业务，固有业务投资领域主要为：金融类股权投资、贷款、金融产品投资、证券投资；信托业务领域主要为：市政基础设施、房地产、工商企业、证券投资等。作为区域性信托公司，借托财信投资的资源优势，湖南信托取得良好的业务协同效应，在湖南省市场取得领先的市占率。

图表 14 湖南信托收入结构（单位：万元）

| | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年 1-4 月 |
|---|---|---|---|
| 手续费净收入 | 73,075.19 | 68,880.48 | 20,049.28 |
| 利息净收入 | 3,881.28 | 3,621.37 | 1,570.84 |
| 投资收益 | 17,467.23 | 13,517.01 | 2,280.21 |
| 公允价值变动损益 | 1,261.91 | (718.25) | (956.93) |

*资料来源：公司公告、华创证券*

**受托资产来源以基础行业、集合资金为主，主动管理能力强，平均报酬率逐年上升。**2014 年末、2015 年末、2016 年 4 月末，湖南信托受托管理资产规模分别为 675.14 亿元、479.46 亿元和 433.26 亿元，从信托资产的行业分布来看，基础产业是湖南信托最主要的信托业务涉及行业领域。报告期各期，基础产业占湖南信托的信托资产比例分别为 46.12%、63.15%和 64.92%。近三年，湖南信托的资产来源逐渐由单一资金信托业务为主向集合资金信托业务为主转变，截至 2016 年 4 月末，集合资金资产规模已超过整体资产规模的一半。从管理方式来看，主动管理的信托资产占比维持在 60%以上，显示出公司的主动管理能力较强。虽然整体管理资产规模近年来不增反减，但平均报酬率呈现逐年上升的趋势，由 2014 年的 1.09%上升至目前的 1.32%。未来公司的信托业务结构将持续优化，从被动通道型向主动管理型转变，逐步将创新业务培育为新的利润增长点。

图表 15 湖南信托主动、被动信托资产规模情况

| 项目 | 2014 年 12 月 31 日 | | 2015 年 12 月 31 日 | | 2016 年 4 月 30 日 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额（万元） | 占比 | 金额（万元） | 占比 | 金额（万元） | 占比 |
| 主动管理 | 5,097,418 | 75.50% | 2,976,697 | 62.08% | 2,774,082 | 64.03% |
| 被动管理 | 1,654,029 | 24.50% | 1,817,899 | 37.92% | 1,558,500 | 35.97% |
| **合计** | **6,751,447** | **100.00%** | **4,794,596** | **100.00%** | **4,332,582** | **100.00%** |

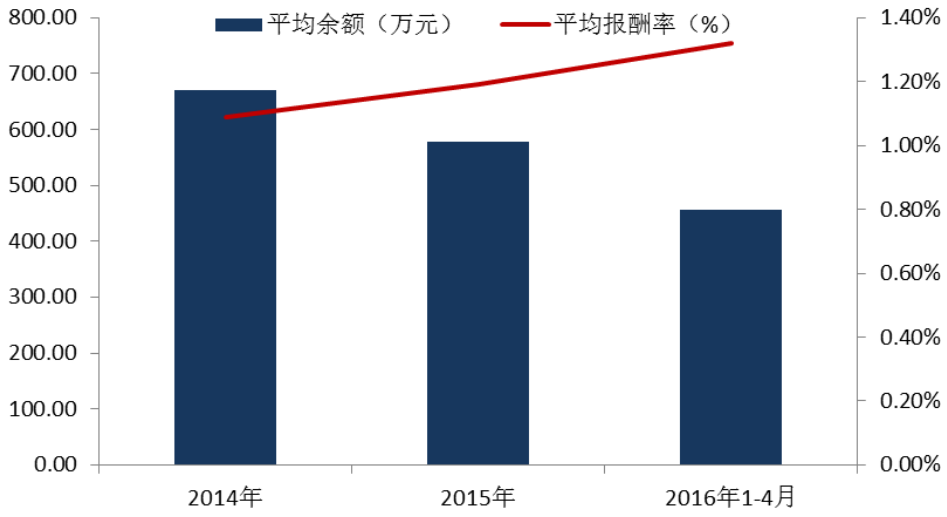
*资料来源：公司公告、华创证券*

图表 16 湖南信托集合、单一、其他业务项目资产规模情况

| 项目 | 2014 年 12 月 31 日 | | 2015 年 12 月 31 日 | | 2016 年 4 月 30 日 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额（万元） | 占比 | 金额（万元） | 占比 | 金额（万元） | 占比 |
| 集合 | 2,288,518 | 33.90% | 2,177,315 | 45.41% | 2,253,380 | 52.01% |
| 单一 | 4,447,789 | 65.88% | 2,603,604 | 54.30% | 2,065,525 | 47.67% |
| 其他 | 15,140 | 0.22% | 13,677 | 0.29% | 13,677 | 0.32% |
| **合计** | **6,751,447** | **100.00%** | **4,794,596** | **100.00%** | **4,332,582** | **100.00%** |

*资料来源：公司公告、华创证券*

图表 17 湖南信托的信托资产平均余额、平均报酬率情况




*资料来源：公司公告，华创证券*

图表 18 湖南信托利润表数据（单位：亿元）

| | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年 1-4 月 |
|---|---|---|---|
| 营业收入 | 9.57 | 8.53 | 2.29 |
| 利润总额 | 7.56 | 5.56 | 1.31 |
| 净利润 | 5.73 | 4.12 | 0.91 |
| 净利润（扣除非经常性损益） | 5.76 | 4.12 | 0.92 |

*资料来源：公司公告、华创证券*

### （三）吉祥人寿

吉祥人寿于 2012 年成立，经营范围包括从事人寿保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务；以及上述业务的再保险业务。**目前吉祥人寿尚处于发展初期，业务规模快速扩张**，创立仅 3 年即进入全国 75 家人身险公司前 50 位，2016 年 1-6 月份规模保费位列全国 41 位。吉祥人寿 2012 年至 2015 年完成总规模保费 70.2 亿元，在规模保费方面实现了“适度规模”和“深耕湖南”的发展目标。吉祥人寿向保险客户提供不同类型的保险产品。按产品类别区分，主要分为寿险、年金险、健康险、意外伤害险四大类。

图表 19 吉祥人寿各类寿险产品保险业务收入情况（单位：万元）

| 产品类型 | 2014 年度 | | 2015 年度 | | 2016 年 1-4 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 寿险 | 43,946.79 | 74.40% | 40,486.12 | 30.48% | 73,730.66 | 32.45% |
| 健康险 | 7,475.86 | 12.66% | 11,716.22 | 8.82% | 6,037.80 | 2.66% |
| 意外伤害险 | 3,824.18 | 6.47% | 5,942.29 | 4.47% | 2,328.52 | 1.02% |
| 年金险 | 3,818.00 | 6.46% | 74,699.56 | 56.23% | 145,121.98 | 63.87% |
| **合计** | **59,064.83** | **100.00%** | **132,844.19** | **100.00%** | **227,218.96** | **100.00%** |

*资料来源：公司公告、华创证券*

**依托地域、股东优势，业务拓展能力较强。**作为湖南本土唯一保险法人机构，吉祥人寿依托省委省政府及股东单位的支持，已在省内实现多项创新性的业务突破，目前已基本完成省内总体机构布局，拥有总分支机构 56 家。同时，吉祥人寿以此为基础，充分发挥自身精算技术优势、本土服务优势等，高效便捷地提供多样化、特色化的保险保障服务。2015 年，吉祥人寿新单业务规模排名湖南省内寿险市场第 5 位，其中银保渠道、团险渠道排名前 3 位，电销渠道排名前 5 位，个险排名前 10 位。公司前五大客户占比不足同期保费收入 2%，不存在依赖单一客户的情况，结构合理。

**投资体系完善，成本控制快速提升。**吉祥人寿投资体系逐渐完善，投资能力较强。2015 年吉祥人寿实现财务投资收益 4.7 亿元，投资资产平均资金占用 53.0 亿元，财务投资收益率 8.84%，较上年末提升了 1.42 个百分点，高于 2015 年保险行业 7.56%的平均财务投资收益率。同时在成本控制方面，对比 2013-2015 年寿险行业承保费用率 13.94%、14.72%和 12.99%，吉祥人寿承保费用率分别为 35.38%、16.30%和 12.55%，呈逐年下降趋势，且在 2015 年已低于行业平均水平。

**图表 20　吉祥人寿利润表数据（单位：亿元）**

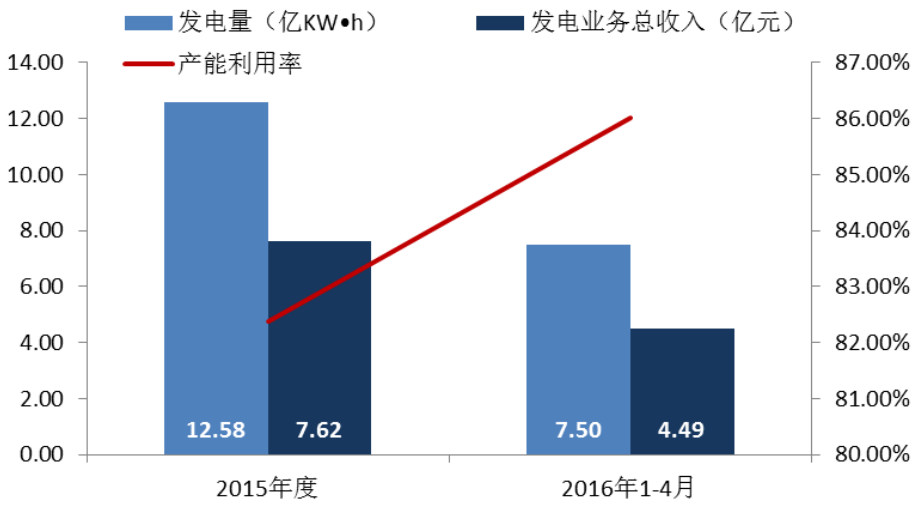
| | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年 1-4 月 |
|---|---|---|---|
| 营业收入 | 7.85 | 17.92 | 24.00 |
| 利润总额 | -1.82 | -1.31 | -1.26 |
| 净利润 | -1.77 | -1.36 | -1.26 |
| 净利润（扣除非经常性损益） | -1.77 | -1.36 | -1.27 |

*资料来源：公司公告、华创证券*

### （四）华菱节能

**管理优势、技术优势明显，节能发电行业前景向好。**华菱节能主要从事电能的生产和销售，其主要产品为电能和少量的蒸汽、能源介质等产品。钢铁产业是用电消耗较高的产业类型，华菱节能作为华菱涟钢体系的自备电厂，所产电能全部供应华菱涟钢。华菱涟钢优先从华菱节能采购电能，从而保证了较高的利用小时数和发电量。华菱节能的电厂多使用高质量、高效率、低排放的大型发电机组，利用大容量机组能耗优势，保证了较高的输电效率。作为节能发电公司，有助于推动地区电力结构向分布化、清洁化发展。华菱节能的管理和技术拥有丰富经验和成熟的体系制度，电厂的建设管理和生产管理一直保持国内先进水平。置入华菱节能，未来将对华菱钢铁原有资产湘潭节能产生积极影响，实现技术共享、人员交流、创新升级。

**图表 21　华菱节能电力生产、收入情况**




*资料来源：公司公告，华创证券*

图表 22 华菱节能利润表数据（单位：亿元）

| | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年 1-4 月 |
|---|---|---|---|
| 营业收入 | 12.24 | 13.29 | 4.82 |
| 利润总额 | 1.24 | 1.96 | 0.47 |
| 净利润 | 1.12 | 1.76 | 0.46 |
| 净利润（扣除非经常性损益） | 1.12 | 1.76 | 0.46 |

*资料来源：公司公告、华创证券*

## 三、分部估值

**购买证券、信托、人寿股权，加上配套融资后总市值超过 430 亿。**此次交易后，华菱钢铁将直接或间接持有的金融资产包括财信投资 100%股权、财富证券 100%股权、湖南信托 96%股权、吉祥人寿 38.26%股权，节能发电资产包括湘潭节能和华菱节能 100%股权。我们采用可比公司的 PB 估值法，对公司市值进行分部估算，注意到公司评估方案中的基准日为 2016 年 4 月 30 日。

参考目前可比上市公司 PB，我们分别给予湖南信托、财富证券、吉祥人寿 PB 估值为 2.5、3、2.5。这三家公司基准日净资产分别为 30.55 亿、42.16 亿、6.88 亿元，考虑到 2016 年 9 月财富证券完成 8.47 亿元的增资扩股，吉祥人寿实施合计 23 亿元的增资扩股，我们进行相应的净资产调整。根据万得数据，电力、热力、燃气及水的生产和供应业 PB 约为 1.9 倍，因此我们给予华菱节能 2 倍 PB 估值。由于湘潭节能于今年中成立，对应市值暂且不计。本次资产置换及购买方案配套融资 84 亿元，考虑到后续注资产生的收益，我们给予 120 亿元的估值，约 1.42 倍 PB。

最后，综合考虑到湘潭节能拟购买价值约 7 个亿的节能发电配套资产、财信金控旗下湖南资产管理公司 AMC 的牌照价值，我们给予华菱钢铁整体估值 10%的溢价空间，由此我们得出：**公司总体估值 434 亿元，增发后总股本为 76.74 亿股，对应每股价格 5.66 元。**

图表 23 分部估值（单位：亿元）

| | 净资产 | 华菱钢铁持股比例 | 可比 PB 估值 | 对应市值 |
|---|---|---|---|---|
| 湖南信托 | 30.55 | 96.00% | 2.5 | 73.32 |
| 财富证券 | 50.63 | 100.00% | 3 | 151.89 |
| 吉祥人寿 | 29.88 | 38.26% | 2.5 | 28.58 |
| 华菱节能 | 10.20 | 100.00% | 2 | 20.40 |
| 合计 | | | | 274.19 |
| 募集资金补充资本金 | | | | 120.00 |
| **总计** | | | | **394.19** |
| **考虑溢价后的总体估值** | | | | **433.61** |

*资料来源：华创证券*

## 附录：财务预测表（假设 2016 年重组完成）

**利润表**

| 单位：百万元 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **55,600** | **41,406** | **5,693** | **6,831** |
| **营业成本** | **51,249** | **40,241** | **2,545** | **3,054** |
| 营业税金及附加 | 192 | 191 | 172 | 75 |
| 其他业务成本 | 749 | 856 | 693 | 763 |
| 管理费用 | 1,515 | 1,478 | 953 | 1,025 |
| 财务费用 | 1,851 | 2,702 | 40 | 45 |
| 资产减值损失 | 62 | 332 | 18 | 23 |
| 公允价值变动收益 | 5 | 8 | -231 | 150 |
| 投资收益 | 12 | 60 | 178 | 239 |
| **营业利润** | **-3** | **-4,327** | **1,219** | **2,236** |
| 加：营业外收入 | 180 | 160 | 52 | 60 |
| 减：营业外支出 | 3 | 12 | 3 | 4 |
| 利润总额 | 174 | -4,179 | 1,268 | 2,292 |
| 减所得税 | 28 | -160 | 317 | 573 |
| 净利润 | 147 | -4,019 | 951 | 1,719 |
| 少数股东损益 | 72 | -1,060 | 13 | 20 |
| **归属母公司净利润** | **75** | **-2,959** | **938** | **1,699** |
| 股本（百万股） | 3,016 | 3,016 | 7,674 | 7,674 |
| **EPS** | **0.02** | **-0.98** | **0.12** | **0.22** |

*资料来源：公司公告、华创证券*

# 华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职　务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---|---|---|---|---|
| 北京机构销售部 | 崔文涛 | 销售副总监 | 010-66500827 | cuiwentao@hcyjs.com |
| | 翁波 | 销售经理 | 010-66500810 | wengbo@hcyjs.com |
| | 温雪姣 | 销售经理 | 010-66500852 | wenxuejiao@hcyjs.com |
| | 郭赛赛 | 销售助理 | 010-63214683 | guosaisai@hcyjs.com |
| | 黄旭东 | 销售助理 | 010-66500801 | huangxudong@hcyjs.com |
| | 杜飞 | 销售助理 | 010-66500827 | dufei@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 郭佳 | 高级销售经理 | 0755-82871425 | guojia@hcyjs.com |
| | 王栋 | 高级销售经理 | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 陈艺珺 | 销售助理 | 0755-83024576 | chenyijun@hcyjs.com |
| | 罗颖茵 | 销售经理 | 0755 83479862 | luoyingyin@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 简佳 | 销售副总监 | 021-20572586 | jianjia@hcyjs.com |
| | 李茵茵 | 高级销售经理 | 021-20572582 | liyinyin@hcyjs.com |
| | 杜婵媛 | 高级销售经理 | 021-20572583 | duchanyuan@hcyjs.com |
| | 沈晓瑜 | 高级销售经理 | 021-20572589 | shenxiaoyu@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 范婕 | 销售助理 | 021-20572587 | fanjie@hcyjs.com |
| | 张敏敏 | 销售助理 | 021-20572592 | zhangminmin@hcyjs.com |
| 非公募业务发展部 | 石露 | 副总监 | 021-20572595 | shilu@hcyjs.com |
| | 陈红宇 | 销售经理 | 021-20572593 | chenhongyu@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 陈晨 | 销售经理 | 021-20572597 | chenchen@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售助理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |

# 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

**公司投资评级说明：**

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

**行业投资评级说明：**

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

# 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

# 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

# 华创证券研究所



| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|---|---|---|
| 地址：北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A | 地址：深圳市福田区香梅路 1061 号<br>中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址：上海浦东银城中路 200 号<br>3402 室　华创证券 |
| 邮编：100033 | 邮编：518034 | 邮编：200120 |
| 传真：010-66500801 | 传真：0755-82027731 | 传真：021-50581170 |
| 会议室：010-66500900 | 会议室：0755-82828562 | 会议室：021-20572500 |