长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

*ST 华菱（000932）

回归钢铁，重启光荣之路

2017-7-10

公司报告 | 深度报告

评级 买入 上调

当前股价： 3.89 元

报告要点

■ 重组终止，回归钢铁

公司原定从钢铁主业转型为“金融+能源”控股平台。不过，周期复苏背景之下，钢铁资产业绩显著回暖，公司预计上半年盈利 9~10 亿元，或为公司上市以来半年度最优；同时拟置入的金融资产业绩已现亏损，因而公司顺应行业间景气切换，终止重组，未来有望实现钢铁业务转型升级以及长远发展。

■ 地产、汽车有望转好，周期阶段复苏

即期盈利高位之下，唯有需求持续才能保障产业链利润。后期地产和汽车有望好转并支撑钢材需求企稳。地产方面，销售高增持续叠加土地供应增加带动开发商主动拿地意愿提升，销售与竣工强弱显著分化，催生的后期刚性支出则进一步夯实开发商客观投资意愿；此外，销售回款依然强劲且开发贷款持续走高，两者合计占资金比重升至近 66%历史高位，因而地产开发意愿和能力兼备共同巩固投资企稳态势。汽车方面，历史经验表明，汽车产销与二手房交易及房地产竣工面积更为相关，预计 3 季度地产竣工增速或现高峰，且购置税优惠临近取消将刺激汽车抢购热潮。钢材需求景气由此得到支撑。

■ 产品结构调整，公司盈利步入快车道

公司作为板材主导型区域性龙头钢企，在上半年板材行情弱势之下盈利逆势环比高增，更多源于产品结构升级叠加降本增效等企业自身显著经营优势。随着近年造船和钢管行业需求疲弱，而与地产、基建等相关的工程机械、高层建筑和桥梁等领域复苏明显，公司快速将中厚板供应造船厂比例和钢管供应油气管道比例由近 60%压缩至 33%。公司产品结构布局成功从低迷领域调整至景气产业，未来经营业绩高增值得期待。此外，中长期钢铁需求悲观之下，成本为决定钢企竞争力的主要因素。当前公司非刚性成本以及费用均处于行业中高位，挖潜增效空间较大，未来业绩弹性可期。

■ 吨钢市值最低，兼具安全与弹性

板块行情高涨之下，公司复牌后具备明显配置优势。一方面，公司当前吨钢市值仅 668.43 元，位居冶炼钢企最低水平；另一方面，公司 2017Q1 年化 ROE 达 18.79%，创 2000 年以来新高，且 2 季度业绩预计环比大增 93%~125%，ROE 分位高于 PB 分位映射其静态估值水平偏低，且公司两者分位差位居板块第三，印证公司股价安全边际较高且上行弹性空间显著。

预计公司 2017、2018 年 EPS 为 0.69 元、0.81 元，上调至“**买入**”评级。

分析师 王鹤涛
☎ (8621)68751760
✉ wanght1@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490512070002

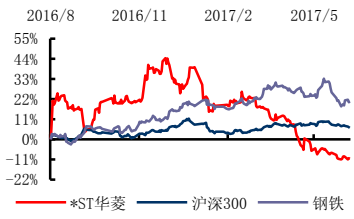
分析师 肖勇
☎ (8621)68751760
✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490516080003

联系人 赵超
☎ (8621)68751760
✉ zhaochao1@cjsc.com.cn

联系人 易袁
☎ (8621)68751760
✉ yihong@cjsc.com.cn

公司基本数据	2017.06.14
总股本（万股）	301565
流通 A 股/B 股(万股)	301535/0
资产负债率	86.50%
每股净资产（元）	2.17
市盈率（当前）	-11.12
市净率（当前）	1.79
12 个月内最高/最低价	6.49/3.83

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《下游回暖助力 3 季度同比减亏，期待转型“金融+环保”平台》2016-10-16

《上半年业绩增亏，转型“金融+节能发电”值得期待》2016-8-31

风险提示： 1. 钢铁行业需求超预期波动。

目录

重组终止，回归钢铁.....4
地产、汽车有望转好，周期阶段复苏.....5
开发意愿与能力兼具，地产投资延续企稳.....6
竣工面积与购置税双重影响，汽车回暖在即.....8
产品结构调整，公司盈利步入快车道.....11
穷则思变，中厚板结构优化.....12
制造业景气，机械钢管与油气钢管并重.....13
汽车板，高起点，高期待.....15
降本空间较大，夯实业绩高增.....16
降本增效落地，推升盈利水平.....17
成本费用高位，优化空间犹存.....17
吨钢市值最低，兼具安全与弹性.....19

图表目录

图 1：公司近期公告终止重大资产重组，拟置出的钢铁资产将继续保留.....4
图 2：公司预计 2017 年上半年盈利 9~10 亿元，或处于半年度历史业绩新高（单位：亿元）.....4
图 3：长板材社会库存 2 季度同比增速均出现回落.....5
图 4：2017 年上半年汽车和家电库存增速高企.....5
图 5：地产领域为钢铁主要下游需求.....5
图 6：汽车产量增速与工业增加值增速基本一致.....5
图 7：不同于往年，今年房价和投资同比走高后并未显著快速下滑.....6
图 8：2017 年前五月购置土地面积累计同比增长 5.30%.....6
图 9：全国销售面积与竣工面积差值近年整体走高（单位：亿平方米）.....7
图 10：销售回款和国内贷款占开发资金比重约 51%和 15%.....7
图 11：2017 年销售回款和国内贷款占开发资金比重上升明显.....7
图 12：2017 年地产销售回款和国内贷款增速整体处于相对高位.....8
图 13：地产投资资金相对充裕保障开发投资增速企稳.....8
图 14：汽车产量增速和竣工面积增速、二手房交易增速高度相关，大部分时间走势一致.....8
图 15：销售与竣工之间相关性由 2011 年之前同步相关切换为竣工滞后于销售约一年时间.....9
图 16：竣销比（当季竣工面积/上年同季销售面积）呈现明显季节性关系，且同期比值相近.....9
图 17：预计 2017Q3 将迎来新房竣工高峰期.....10
图 18：2010 年下半年汽车产量增速由于优惠取消前抢购行情大幅上升（单位：万辆）.....11
图 19：公司粗钢产能达 1755 万吨，位列全国第 6 位.....11
图 20：公司产品结构以板材为主，兼有棒材、线材、无缝钢管.....12
图 21：2016 年公司板材营收占比达 48.22%.....12

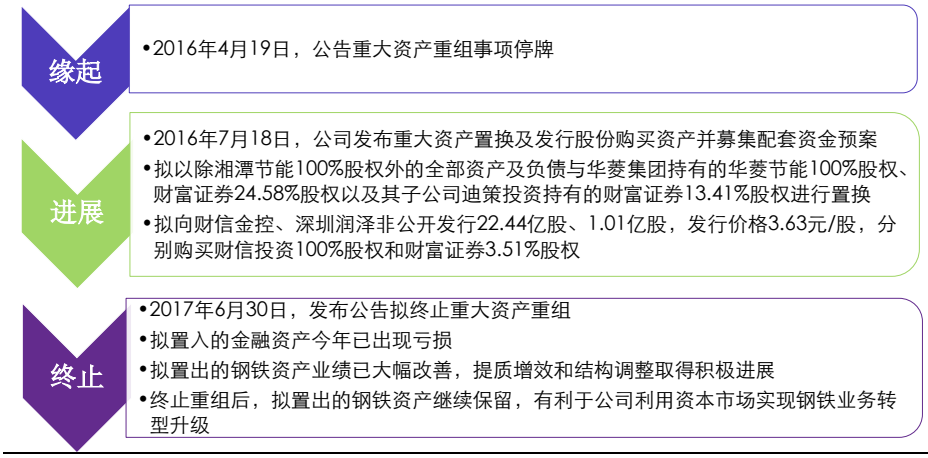
图 22：新接船舶订单量呈逐年下降态势（单位：万吨）.....12
图 23：手持船舶订单呈逐年下降态势（单位：万吨）.....12
图 24：制造业景气，推土机销量呈快速增长态势（单位：台）.....13
图 25：公路桥梁里程持续上行态势，16 年增速为 7.06%（单位：万米）.....13
图 26：制造业景气，挖掘机销量呈快速增长态势（单位：台）.....13
图 27：15-16 年油气行业低迷，但 17 年呈触底反弹之势（单位：亿元）.....13
图 28：2016 年下半年以来，国内无缝管价格整体呈回升态势（单位：元/吨）.....14
图 29：与发达国家相比，我国汽车保有量尚有巨大增长空间（单位：辆）.....15
图 30：华菱安赛汽车板销量快速增长，未来产能释放空间巨大.....16
图 31：五种钢材成本滞后一月估算毛利长期来看无明显差异（单位：元/吨）.....16
图 32：2017 年 6 月 14 日至今申万钢铁板块指数累计上涨 9.37%.....20

表 1：2017 年 2 季度长材价格均价同环比整体高于板材（单位：元/吨）.....5
表 2：估算 2017 年 Q2、Q3、Q4 竣工同比增速相较于 Q1 实际增速都有较大幅度提高.....9
表 3：“十三五”期间成品油管道里程目标年均增速 9.46%.....14
表 4：“十三五”期间天然气管道里程目标年均增速 10.20%.....14
表 5：与安赛乐米塔尔建立合资公司，公司在汽车板领域高起点起步.....15
表 6：公司通过多举措开展降本增效措施.....17
表 7：2016 年*ST 华菱吨钢人工薪酬处于全行业中高位水平（单位：元）.....17
表 8：2016 年*ST 华菱吨钢费用处于全行业中高位水平（单位：元）.....18
表 9：*ST 华菱吨钢市值处于全市场最低位.....19

重组终止，回归钢铁

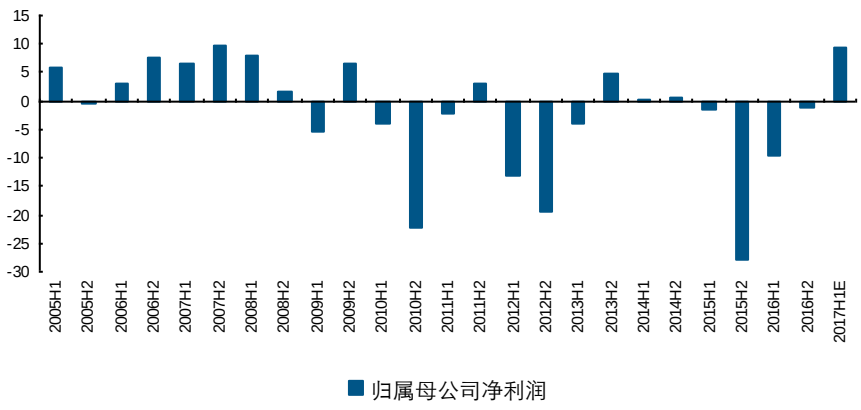
公司原计划从钢铁主业中抽身而出，并置入证券、信托、保险等金融及节能发电资产，由此谋划转型打造为“金融+能源”控股平台。然而，周期行情复苏之下，公司拟置出的钢铁资产业绩已大幅改善，公司预计上半年实现归属母公司净利润 9~10 亿元，或为公司上市以来半年度最优业绩；同时拟置入的金融资产业绩今年出现亏损，因而公司顺应行业景气切换，并及时终止资产重组，有望实现钢铁业务转型升级以及长远发展。

图 1：公司近期公告终止重大资产重组，拟置出的钢铁资产将继续保留



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：公司预计 2017 年上半年盈利 9~10 亿元，或处于半年度历史业绩新高（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

注：2017H1E 采用公司业绩预告均值 9.5 亿元

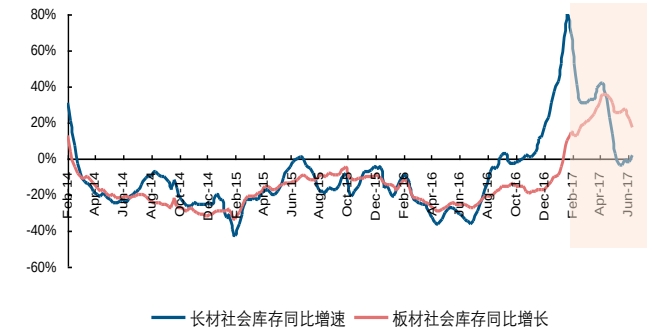
尽管周期之魅力在于弹性巨大，但是盈利高位或存见顶风险亦掣肘投资空间。今年以来钢铁下游延续景气态势，相比于建筑开工旺盛，去年下半年板材补库透支今年需求显著，由此压制板材价格走势。然而，受益于产品结构升级优化叠加降本增效，公司上半年钢材产量预计同比增长 5%~6%，最终业绩顺利突破板材弱势屏障。那么周期预期分化之下公司对应下游究竟将如何发展？公司未来经营是否能够持续超预期，本篇报告将针对以上问题一一解答。

表 1：2017 年 2 季度长材价格均价同环比整体高于板材（单位：元/吨）

上海现货均价	螺纹钢	线材	热轧	冷轧	中厚板
2016Q1	2,009	2,029	2,146	2,902	2,233
2016Q2	2,348	2,451	2,682	3,267	2,581
2016Q3	2,371	2,450	2,712	3,245	2,543
2016Q4	2,915	2,955	3,349	4,264	3,163
2017Q1	3,467	3,449	3,692	4,625	3,602
2017Q2	3,516	3,428	3,135	3,682	3,312
2017Q2同比	49.75%	39.87%	16.90%	12.71%	28.33%
2017Q2环比	1.42%	-0.62%	-15.08%	-20.40%	-8.04%

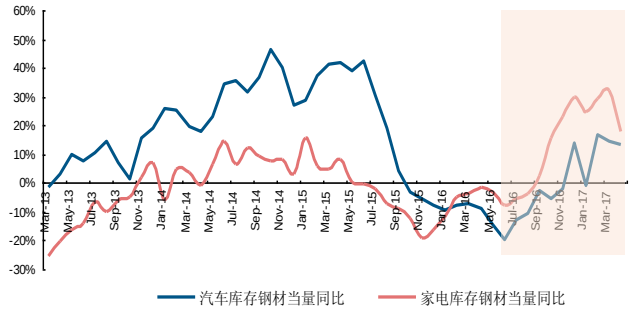
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：长板材社会库存 2 季度同比增速均出现回落



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

图 4：2017 年上半年汽车和家电库存增速高企

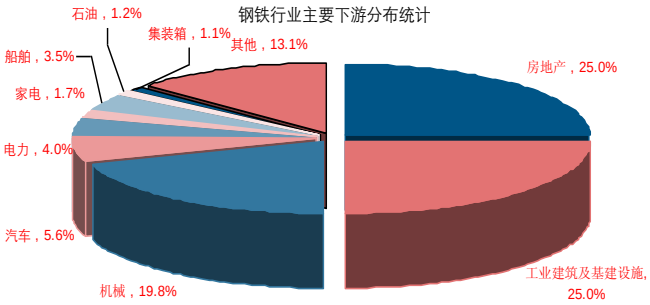


资料来源：Wind，长江证券研究所

地产、汽车有望转好，周期阶段复苏

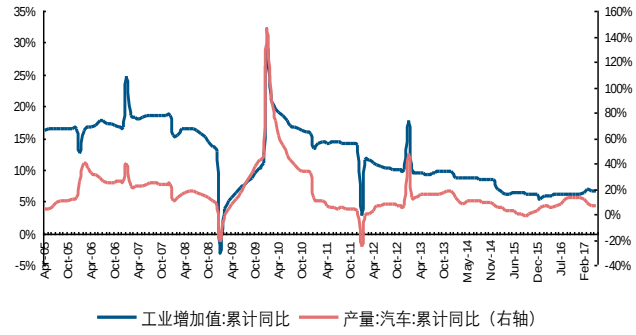
作为周期之母，地产自身规模庞大且辐射面广泛，因而成为钢铁下游主要需求领域，尤其是长材重要下游；此外，虽然汽车自身体量占钢材需求比重较小，但是基于汽车产业链分散属性，汽车景气走势与整体制造业基本一致，所以地产和汽车产业景气可充分反应钢铁行业需求状况。

图 5：地产领域为钢铁主要下游需求



资料来源：统计局，长江证券研究所

图 6：汽车产量增速与工业增加值增速基本一致

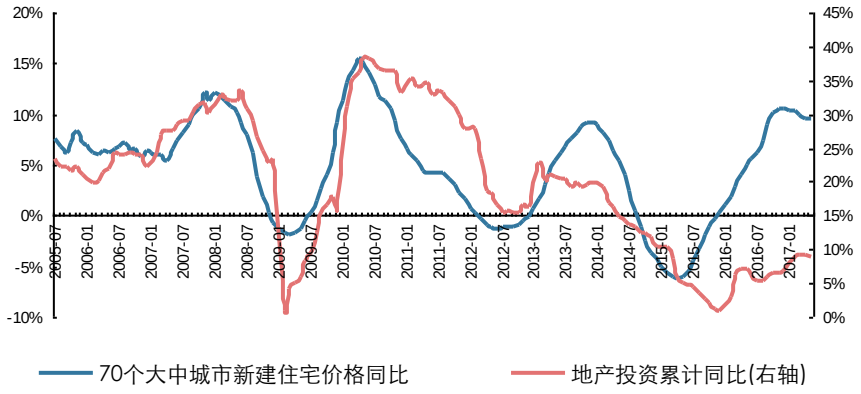


资料来源：Wind，长江证券研究所

开发意愿与能力兼具，地产投资延续企稳

与以往地产周期不同的是，本轮房价和投资增速升至高位后并未快速大幅回落，由此催生地产景气延续市场预期。进一步从投资意愿及能力来看，后期地产投资有望阶段企稳。

图 7：不同于往年，今年房价和投资同比走高后并未显著快速下滑



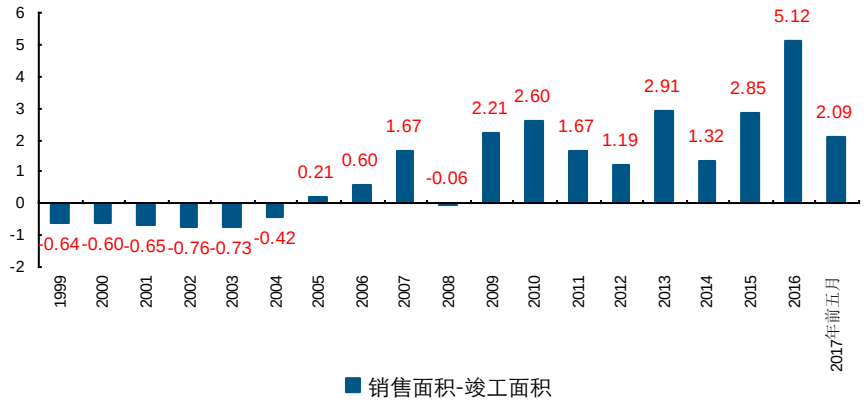
资料来源：Wind，长江证券研究所

对于开发商投资意愿而言，主动与被动两个维度均映射地产投资需求相对乐观。一方面，随着地产销售整体相对旺盛叠加土地供应面积增加，今年以来全国开发商购置土地面积增速持续上行，前五月购置土地同比增长 5.30%且增速处于近年高位水平，由此充分反应地产开发商主动投资意愿较为强烈；另一方面，前期销售高增而竣工相对弱势分化催生大量已销售但未竣工面积，2016 年销售面积与竣工面积差高达 5.12 亿平方米，创历史以来新高，这部分开发商未来的刚性支出，也是地产投资中建设环节高增基石。

图 8：2017 年前五月购置土地面积累计同比增长 5.30%

资料来源：Wind，长江证券研究所

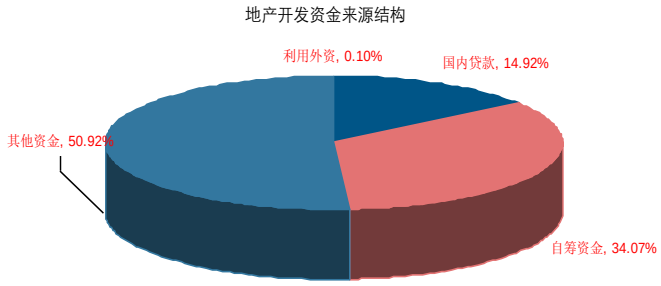
图 9：全国销售面积与竣工面积差值近年整体走高（单位：亿平方米）



资料来源：Wind，长江证券研究所

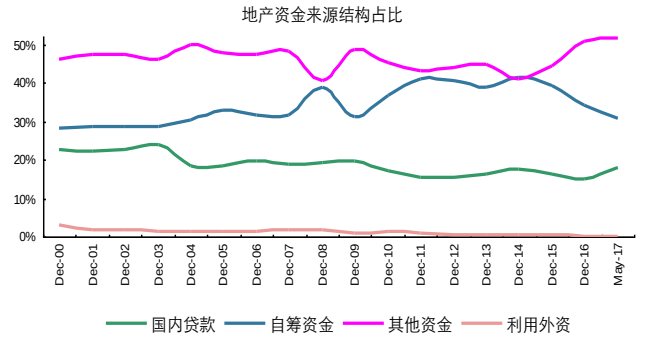
投资能力方面，地产资金为保障投资增速稳增的主要基础。今年以来销售回款和国内贷款占开发资金比重整体上行至 66%相对高位。一方面，尽管销售累计增速高位回落带动销售回款亦相应下滑，但销售回款整体仍处于高增状态；另一方面，开发贷款增速持续走高。整体而言，在销售短期或延续高增格局之下，地产开发资金充裕将夯实投资能力。

图 10：销售回款和国内贷款占开发资金比重约 51%和 15%



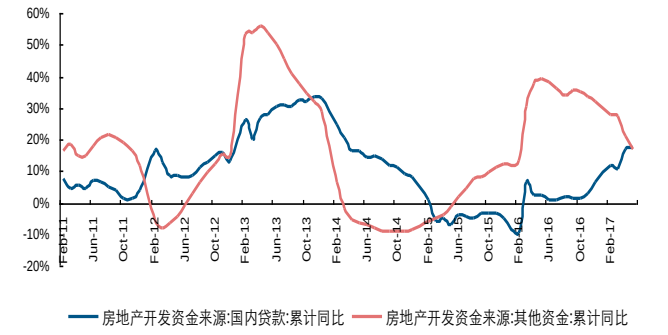
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：2017 年销售回款和国内贷款占开发资金比重上升明显



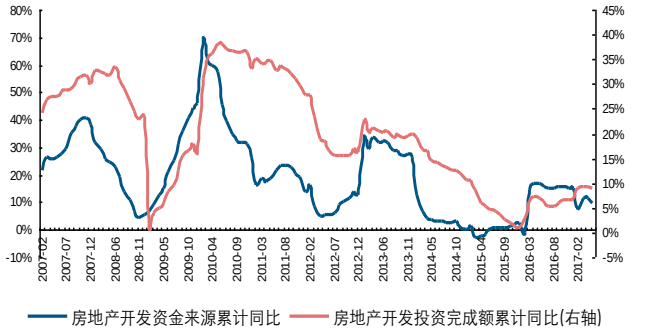
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：2017 年地产销售回款和国内贷款增速整体处于相对高位



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：地产投资资金相对充裕保障开发投资增速企稳



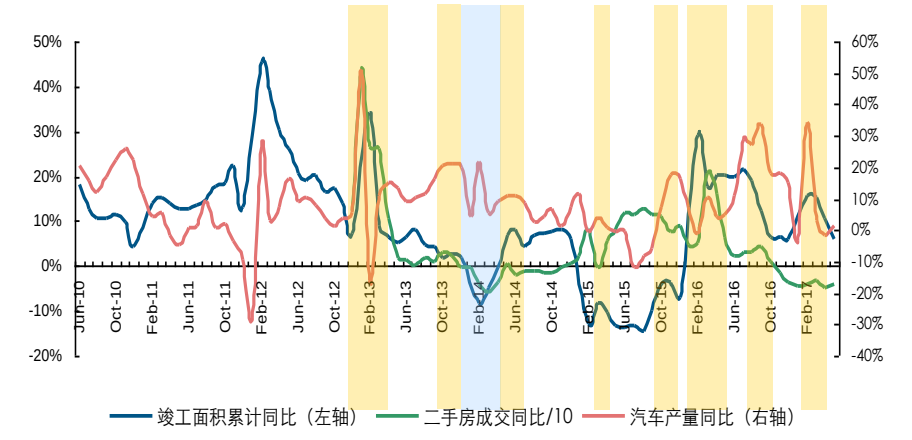
资料来源：Wind，长江证券研究所

竣工面积与购置税双重影响，汽车回暖在即

汽车兴于竣工或二手房交易高峰

众所周知，房地产竣工和二手房交易将会刺激汽车、家电等消费品购置需求。据此推测，新房竣工高峰或者二手房交易高峰来临时，汽车需求也会有明显提升。从历史经验来看，汽车产量增速和竣工面积增速以及二手房交易增速走势在大部分时间保持一致。

图 14：汽车产量增速和竣工面积增速、二手房交易增速高度相关，大部分时间走势一致



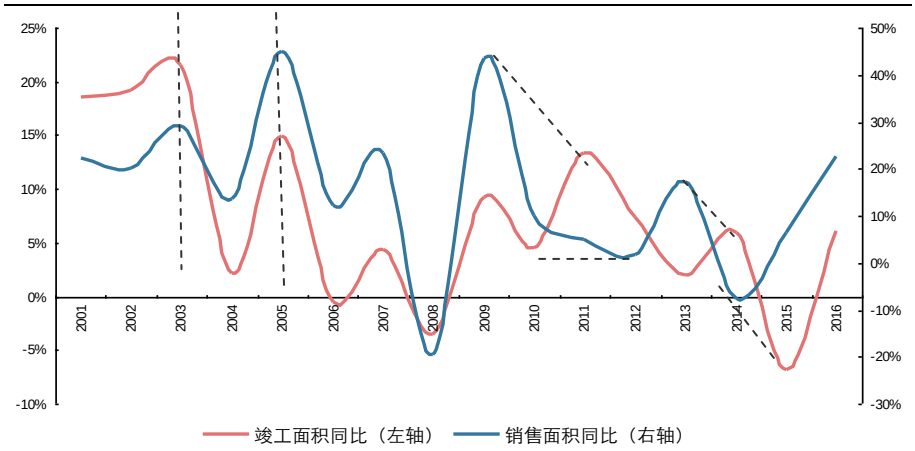
资料来源：Wind，长江证券研究所

竣销比规律稳定，三季度竣工将上高点

销售决定投资，投资决定竣工。所以销售对于竣工也具有决定性的影响作用，相应地，竣销比（竣工面积/销售面积）这个数据在基本面逻辑加持下也演绎出相对规律的关系。

——1）自 2011 年以来国内人口红利效应减弱，地产领域整体步入中长期下行通道，基于开发商对地产景气未来弱势预期，销售与竣工之间相关性由 2011 年之前同步相关切换为竣工滞后于销售约一年时间，即**上一年的销售水平决定下一年竣工水平**。因此，**竣销比取“当季竣工面积/上年同季销售面积”更切合当前周期实际情况。**

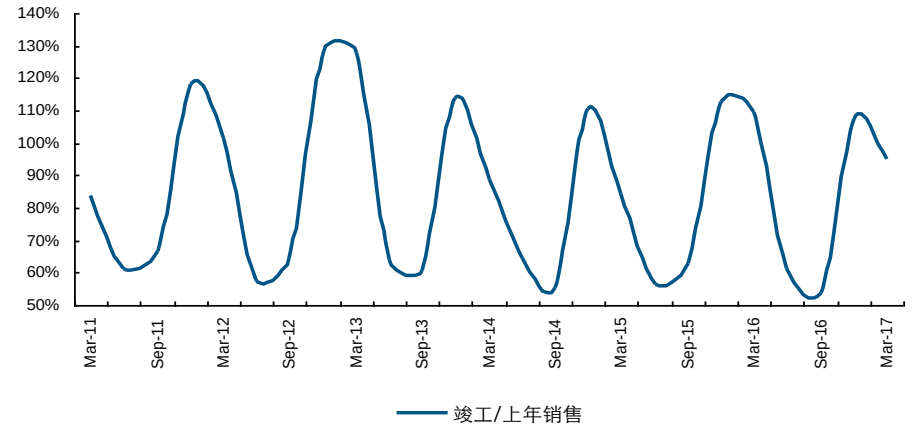
图 15：销售与竣工之间相关性由 2011 年之前同步相关切换为竣工滞后于销售约一年时间



资料来源：Wind，长江证券研究所

——2）我们进一步发现，2011 年以来，**竣销比（当季竣工面积/上年同季销售面积）**呈现明显季节性关系，且同期比值相近。

图 16：竣销比（当季竣工面积/上年同季销售面积）呈现明显季节性关系，且同期比值相近



资料来源：Wind，长江证券研究所

——3）结合 2016 年各季度实际销售面积以及 2011 年以来竣销比数据，可得出 2017 年各季度竣工面积及同比值，结果是 1 季度后，竣工面积同比指标仍将上升，且空间较大， 其中 3 季度有可能迎来竣工高峰期。

表 2：估算 2017 年 Q2、Q3、Q4 竣工同比增速相较于 Q1 实际增速都有较大幅度提高

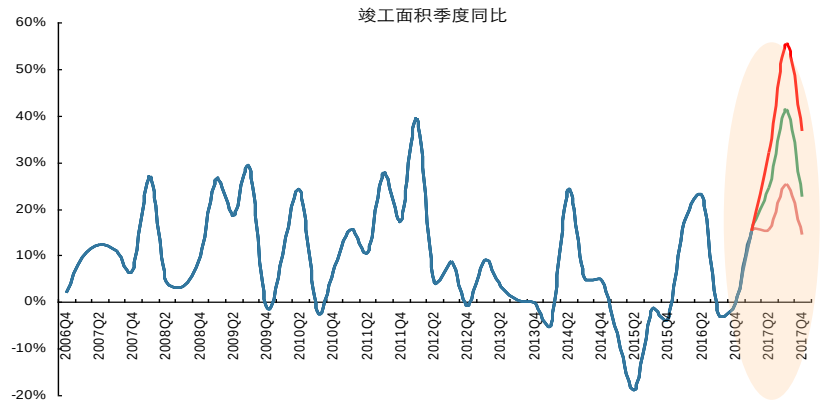
2011-2016竣销比			
日期	**平均值**	**最大值**	**最小值**
Q1	99.23%	127.79%	83.53%
Q2	60.84%	64.50%	56.44%
Q3	60.69%	66.80%	53.81%
Q4	115.13%	128.31%	107.52%
日期	**2016实际销售面积**	**2016实际竣工面积**	**2017实际竣工面积**
Q1	2.43	2.00	2.30

Q2	4.00	1.95	-
Q3	4.09	1.76	-
Q4	5.22	4.90	-
2017竣工面积（估算）			
日期	**平均值**	**最大值**	**最小值**
Q1	2.41	3.11	2.03
Q2	2.43	2.58	2.26
Q3	2.48	2.73	2.20
Q4	6.01	6.69	5.61
2017竣工面积同比（估算）			
日期	**平均值**	**最大值**	**最小值**
Q1	20.55%	55.25%	1.49%
Q1实际值		15.10%	
Q2	24.51%	32.01%	15.52%
Q3	**41.25%**	**55.48%**	**25.23%**
Q4	22.53%	36.55%	14.43%

资料来源：Wind，长江证券研究所

因此，这一阶段性高点的到来，将成为汽车产量增速强势格局的窗口，同时也将相应刺激板材的需求量。

图 17：预计 2017Q3 将迎来新房竣工高峰期

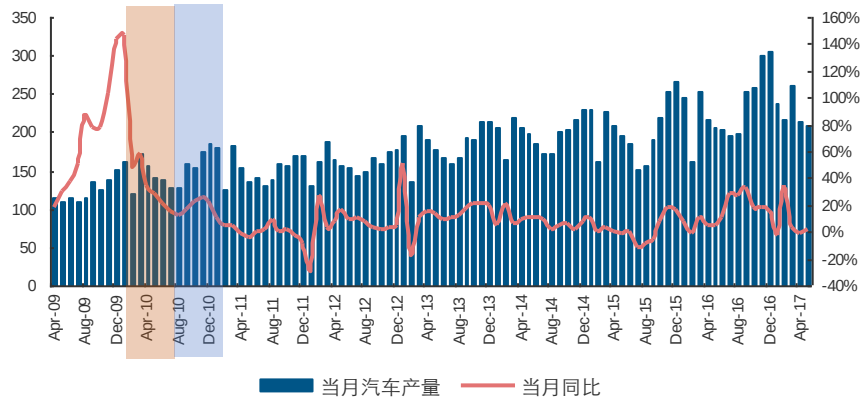


资料来源：Wind，长江证券研究所

以史为鉴，优惠取消节点将激发抢购热潮

从历史规律上看，基于刺激性政策提前透支需求逻辑，在刺激临近退出前的节点，将大概率出现抢购热潮。2010 年 4 季度由于汽车购置税优惠即将退出，汽车产量当月同比增速从当年 8 月 11.99%低位快速上升至 11 月 26.11%高位水平。因为今年购置税优惠力度与 2010 年一致，所以下半年汽车抢购热潮涌现将有望支撑工业钢材需求。

图 18：2010 年下半年汽车产量增速由于优惠取消前抢购行情大幅上升（单位：万辆）

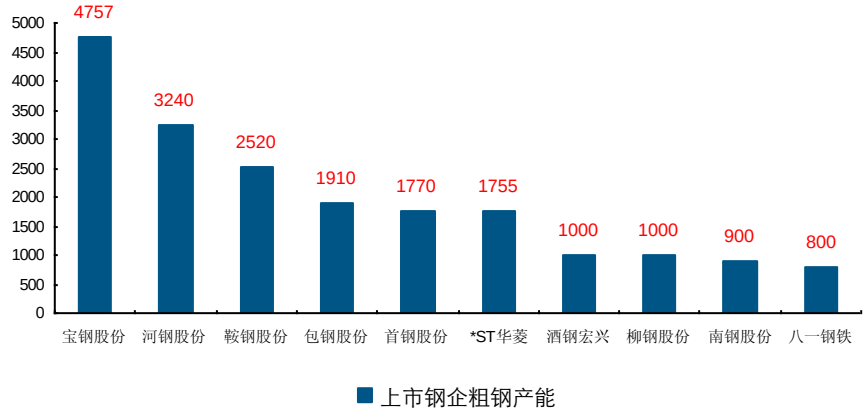


资料来源：Wind，长江证券研究所

产品结构调整，公司盈利步入快车道

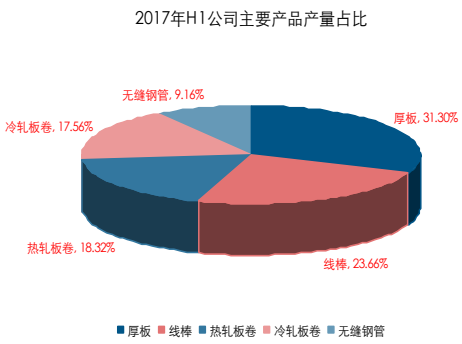
公司是全球最大的宽厚板生产企业，国内第二大无缝钢管供应商，目前生产格局为板管棒线兼有、普特结合、专业化分工，在造船、海工、桥梁、汽车、工程机械、油气等用钢领域的细分市场具有较强的竞争优势。公司粗钢产能达 1755 万吨，位列全国第 6 位。2016 年全年产铁 1490 万吨，粗钢 1548 万吨，钢材 1489 万吨。

图 19：公司粗钢产能达 1755 万吨，位列全国第 6 位



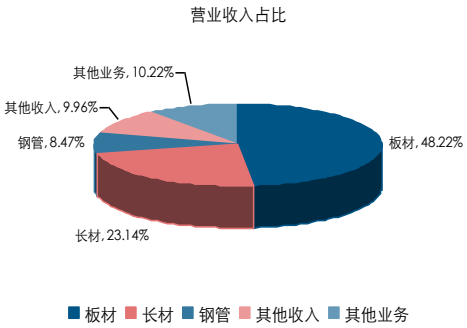
资料来源：债券评级报告，公司公告，Wind，长江证券研究所

图 20：公司产品结构以板材为主，兼有棒材、线材、无缝钢管



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21：2016 年公司板材营收占比达 48.22%



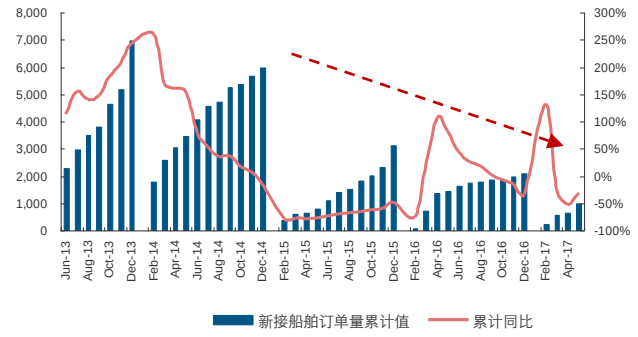
资料来源：Wind，长江证券研究所

穷则思变，中厚板结构优化

公司板材供应对象前期主要为造船厂，随着近年造船行业低迷，2016 年新接船舶订单量及手持船舶订单量同比分别减少 32.60%及 19.00%，2017 年继续维持下降态势，5 月同比降幅均大于 30%。相比之下，与地产、基建等相关的工程机械、高层建筑、桥梁等领域需求尚好，年初以来推土机销量增速持续维持超过 90%，且近年公路桥梁里程整体持续上涨，2016 年增速达 7.06%。

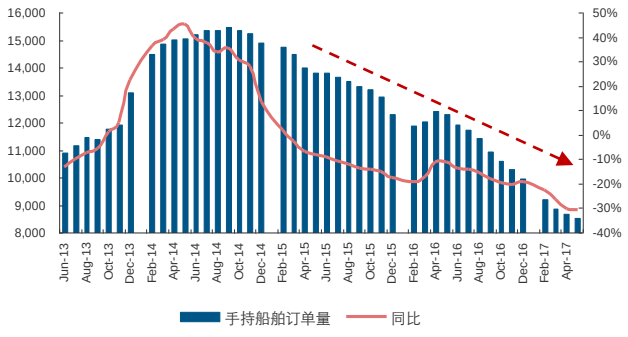
公司应运市场领域景气变化，及时对中厚板产品结构进行优化，将造船厂的供应量由 60%缩减到 33.33%，同时增加其工程机械、高层建筑、桥梁等高强钢的供应。因此，公司成功把握行业强弱交替机遇，取得显著经营成效，2 季度业绩超预期好转即为印证。

图 22：新接船舶订单量呈逐年下降态势（单位：万吨）



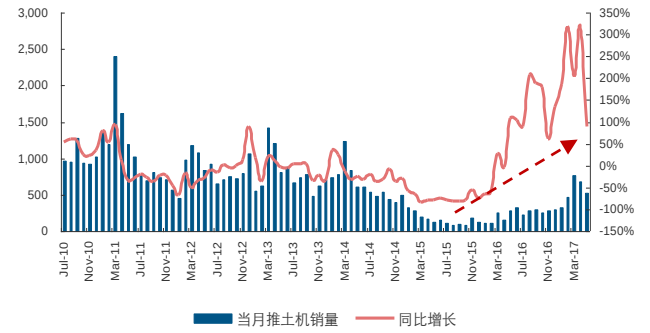
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：手持船舶订单呈逐年下降态势（单位：万吨）



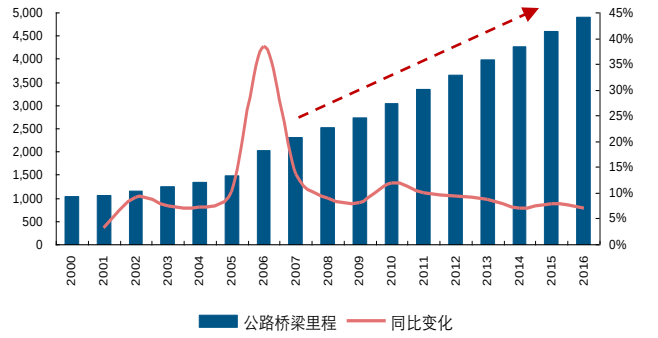
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：制造业景气，推土机销量呈快速增长态势（单位：台）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：公路桥梁里程持续上行态势，16 年增速为 7.06%（单位：万米）

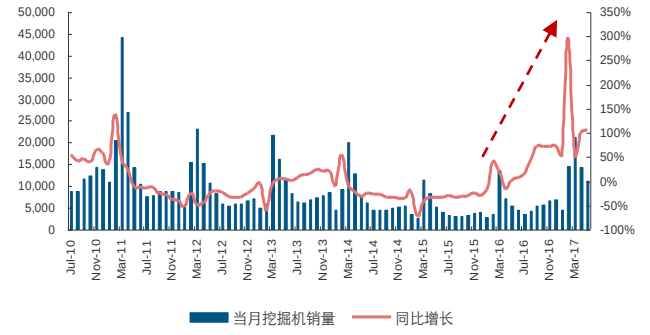


资料来源：Wind，长江证券研究所

制造业景气，机械钢管与油气钢管并重

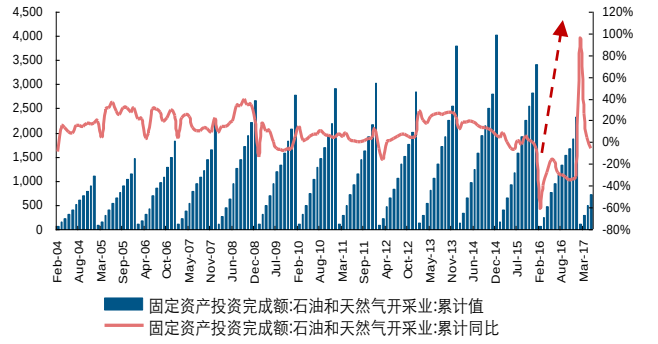
回顾历史，公司无缝管下游以前主要面向油气行业，其占比达 60-70%，近年来随着油气领域羸弱，2015 年及 2016 年石油和天然气开采业固定资产投资完成额累积同比分别下降 5.7%及 31.90%。在此背景下，公司逐步将钢管转向较为景气的机械加工等行业，经调整后，公司钢管下游在油气行业、机械加工行业和其他行业约各占比三分之一。

图 26：制造业景气，挖掘机销量呈快速增长态势（单位：台）



资料来源：Wind，长江证券研究所

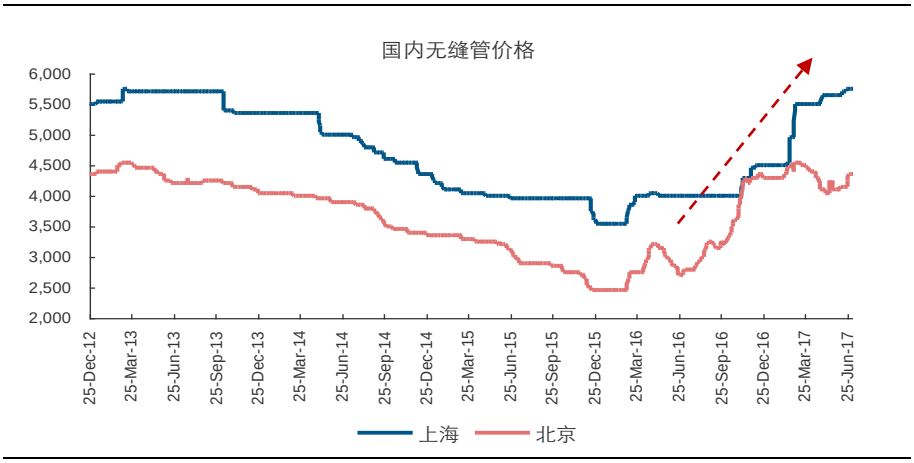
图 27：15-16 年油气行业低迷，但 17 年呈触底反弹之势（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

审视当下，制造业景气延续，6 月制造业 PMI 为 51.7%，环比上升 0.5 个百分点，为年内次高点，2017H1 制造业 PMI 均值为 51.5%，高于去年同期 1.7 个百分点。同时，2017 年以来，石油和天然气开采业固定资产投资完成额呈触底反弹态势。以上表明，机械钢管需求显著回升，同时相对弱势的油气钢管需求也有所改善，国内无缝钢管价格呈上涨态势印证此点，公司经营整体相对受益且边际强化效果显著。

图 28：2016 年下半年以来，国内无缝管价格整体呈回升态势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

着眼未来，高端制造呈现稳中向好的发展态势，机械行业钢管需求或延续。油气钢管方面，国家能源局发布的《2017 年能源指导工作意见》中提出加快天然气主干道管网互联互通工程建设，年内计划建成中俄原油管道二线、陕京四线等项目，《石油发展“十三五”规划》以及《天然气发展“十三五”规划》也提出管道里程目标年均增速分别为 9.46%和 10.20%的目标。因此钢管产业有望实现触底反弹，进而推升公司业绩弹性。

表 3：“十三五”期间成品油管道里程目标年均增速 9.46%

指标	单位	2010年	2015年	“十三五”目标	“十二五”实际年均增速	“十三五”目标年均增速	相对“十二五”增速差值
累计探明储量	亿吨	312.8	371.7	420	3.51%	2.47%	-1.04%
产量	亿吨/年	2.03	2.14	2以上	1.06%	--	-
表观消费量	亿吨/年	4.32	5.47	5.9	4.83%	1.52%	-3.31%
石油净进口量	亿吨/年	2.39	3.33	3.9	6.86%	3.21%	-3.65%
原油管道里程	万公里	2.2	2.7	3.2	4.18%	3.46%	-0.72%
原油一次管输能力	亿吨/年	3.9	5.3	6.5	6.33%	4.17%	-2.16%
成品油管道里程	万公里	1.8	2.1	3.3	3.13%	9.46%	6.33%
成品油一次管输能力	亿吨/年	1.4	2.1	3	8.45%	3.51%(据目标计算增速为7.39%)	-4.94%

资料来源：国家发改委，统计局，长江证券研究所

表 4：“十三五”期间天然气管道里程目标年均增速 10.20%

指标	单位	2010年	2015年	“十二五”目标	“十三五”目标	“十二五”目标年均增速	“十二五”实际年均增速	“十三五”目标年均增速	相对“十二五”增速差值	十二五实现率
累计探明储量	万亿立方米	9.1	13	12.6	16	6.72%	7.39%	4.30%	-3.09%	103.17%
产量	亿立方米/年	952	1350	1760	2070	13.08%	7.24%	8.90%	1.66%	76.70%
天然气占一次能源消费的比例	%	4.4	5.9	-	8.3~10	-	6.04%	7.06~11.13%	1.02~5.09%	-
天然气管道里程	万公里	4.26	6.4	8.66	10.4	15.24%	8.48%	10.20%	1.72%	73.90%
管道一次运输能力	亿立方米	960	2800	2460	4000	20.71%	23.87%	7.40%	-16.47%	113.82%

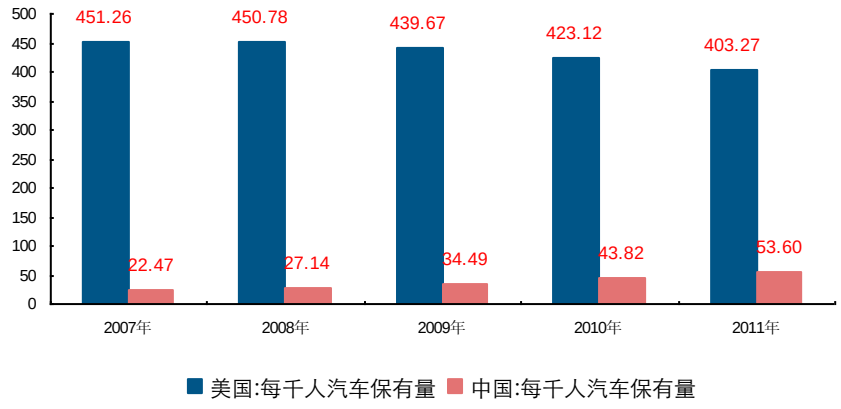
地下储气库工作气量	亿立方米	18	55	-	148	-	25.03%	21.89%	-3.14%	-
天然气进口量	亿立方米/年	170	614	935	-	40.63%	29.28%	-	-	65.67%
气化人口	亿人	1.7	3.3	2.5	4.7	8.02%	14.19%	10.30%	-3.89%	132.00%
城镇人口天然气气化率	%	-	42.8	18	57	-	-	-	-	237.78%

资料来源：国家发改委，统计局，长江证券研究所

汽车板，高起点，高期待

我国人口众多，工业化起步较晚，汽车市场中长期尚有巨大增长空间。自 2000 年起进入快速工业化阶段以来，虽汽车销量连年高增，但从绝对量来看，我国与发达国家相比仍有较大差距。以美国为例，2011 年美国每千人汽车保有量超过 400 辆，而同期我国每千人汽车保有量仅为 53 辆，汽车增量市场空间长期上行可期。

图 29：与发达国家相比，我国汽车保有量尚有巨大增长空间（单位：辆）



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司与安米成立的合资汽车板公司占据技术和渠道双重优势，并在高起点跨步腾飞。安赛乐米塔尔为世界第一大钢企，在汽车板领域占据全球领先地位，2010 年公司与安米建立合资汽车板公司，2014 年 6 月汽车板公司建成投产。2016 年，公司成功开发第三代超高级别汽车板 TRIP1180、Usibor®1500、Alusi 等产品，其中 Usibor®1500 是目前国内最高强度的汽车板钢板。另外，借助安米在我国汽车客户销售渠道，截止 2017 年 4 月末，汽车板公司已通过 18 家汽车主机厂和一级配套商工厂认证。

表 5：与安赛乐米塔尔建立合资公司，公司在汽车板领域高起点起步

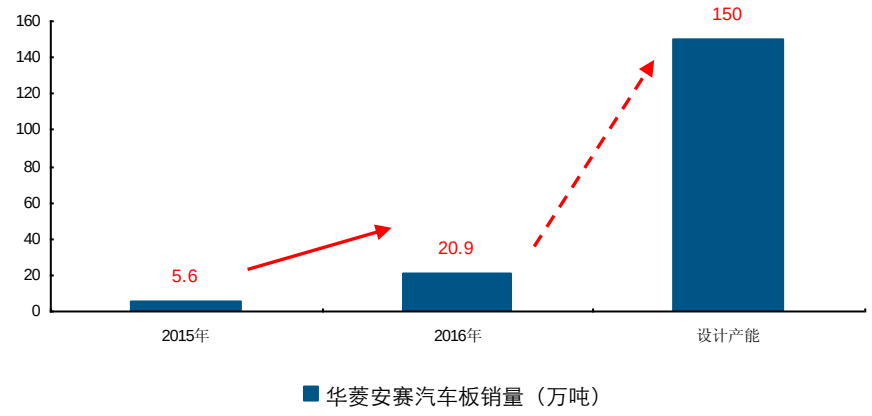
	事件	主要内容
1	2014年6月公司与安赛乐米塔尔合资汽车板公司正式投产	标志性产品包括强度达1200MPa的先进高强度钢板（AHSS）、超高强度钢板（UHSS）和Usibor1500，其中Usibor1500是目前国内最高强度的汽车板钢板
2	2017年4月末，汽车板公司已通过18家汽车主	华菱安赛已通过长安福特，一汽大众，上海通用，东风标致雪铁龙，长安标致雪铁龙，戴姆勒奔驰，奇瑞捷豹路虎，本特勒，爱信精机，东风雷诺尼桑、本田等18家汽车主机厂和一级配套商工厂认证

机厂和一级配套商工厂认证	

资料来源：债券评级报告，公司公告，长江证券研究所

随着 2016 年汽车板销售景气，华菱安赛公司汽车板销量同比大增 373%至 20.9 万吨，并且华菱安赛于 2016 年 12 月实现扭亏为盈，2017 年 1 季度实现营业利润 1005 万元。目前华菱安赛汽车板销量距离 150 万吨设计产能仍存较大空间，随着汽车板逐步众多汽车主机厂和一级配套商工厂认证，后续产能释放进一步增厚业绩值得期待。

图 30：华菱安赛汽车板销量快速增长，未来产能释放空间巨大

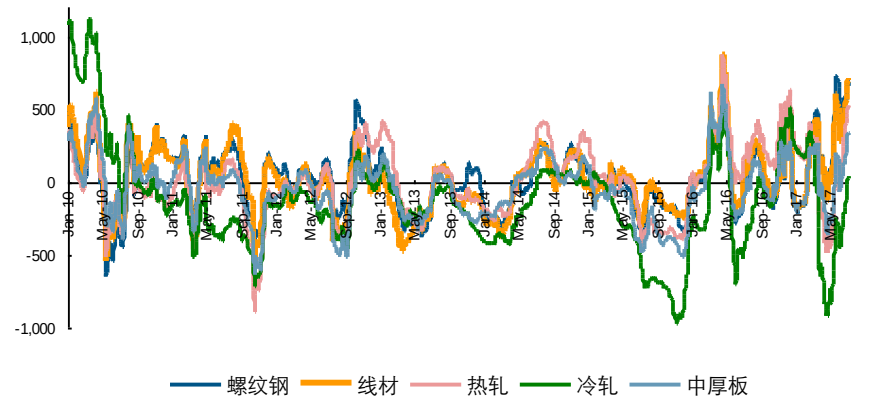


资料来源：债券评级报告，长江证券研究所

降本空间较大，夯实业绩高增

当前国内钢铁行业整体产能过剩环境下钢材品种之间并无明显实质性差异，近十年各大钢材品种估算毛利基本保持一致走势，产品高度同质化由此导致差异化以及专一化战略难以支持钢企产品溢价，成本领先战略自然成为决定钢企竞争力高低以及长期稳定经营的主要因素，在行业中长期整体弱势背景下成本管控重要性尤为突出。

图 31：五种钢材成本滞后一月估算毛利长期来看无明显差异（单位：元/吨）



资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究所

降本增效落地，推升盈利水平

公司大力持续推进开源节流战略步伐，近几年多举措优化劳动生产率、降低人工成本。2016 年末湘钢、涟钢人均劳动生产率已优化至接近行业平均水平；同时 2016 年年末公司在岗职工约 2.4 万人，比 2014 年末减少 1 万人以上，生产经营效率由此显著提升。2017 年上半年公司通过重点品种创效、降低成本、减员增效等措施合计创效约 18 亿元。降本增效稳步落地不仅优化成本增厚盈利，更在激烈市场竞争中巩固公司核心地位。

表 6：公司通过多举措开展降本增效措施

项目	措施
降低原材料成本	公司通过优化高炉运行指标，消化进口矿物流成本略高的不利因素，以使铁水成本达到或低于行业平均水平。
降低能源成本	公司加大对余热余压余气的二次能源高效回收利用技术方面的投入。目前公司自发电比例达到80%，其中湘钢、涟钢自发电比例达到85%以上，远超行业平均水平，大幅降低了能源成本。
降低物流成本	公司近年来不断加大水运比例，降低物流成本，近年来吨钢物流成本下降50元/吨，收效明显。
降低工序成本	湘钢主动适应供给侧要求，去年吨钢工序成本比2015年降低了64元，降低总额4.8亿元，全年共节约成本5.6亿元，今年上半年同比2016年又节约成本共计4300万元。
降低人工成本	2017年以来，公司继续压减劳动用工，预计年末人数控制在2.1万人左右，湘钢、涟钢人均实物劳动生产率超过行业平均先进水平。公司计划2018年底湘钢、涟钢人均实物劳动生产率超过1,000吨/人.年，达到行业先进水平。
节能减排	湘钢累计节约标煤100万吨，利用余热和煤气年自发电达到32亿度以上，自发电占到了企业用电量的80%以上。

资料来源：公司公告，湖南网，长江证券研究所

成本费用高位，优化空间犹存

展望后期，公司成本费用处于行业相对高位水平，未来降本优化空间仍较显著。相比于原材料等刚性成本指标，非刚性成本对公司总体成本水平的边际影响作用更大，如人员薪酬成本等。2016 年*ST 华菱的吨钢人员成本为 170.35 元，高于行业 151.72 元的平均水平，未来公司成本边际改善空间仍相对充足。此外，受制于管理费用高企，公司 2016 年吨钢费用 306.26 元在全行业中处于高位，未来公司通过优化经营管理，费用水平仍存较大优化余地。

表 7：2016 年*ST 华菱吨钢人工薪酬处于全行业中高位水平（单位：元）

钢企	吨钢钢铁成本				
	原材料	能源动力	人员薪酬	折旧	其它
抚顺特钢	4,142.36	1,366.79	**694.06**	189.22	1,381.09
太钢不锈	3,148.22	701.32	**255.43**	382.22	545.87
马钢股份	2,292.21	237.26	**238.21**	236.17	93.45
包钢股份	1,762.90	0.00	**184.16**	0.00	480.03
大冶特钢	1,946.25	469.89	**172.04**	99.82	278.15
*ST华菱	2,236.35		**170.35**		393.06
西宁特钢	2,588.24	344.92	**168.74**		291.08
首钢股份	1,110.15	742.30	**161.52**	307.76	257.33
本钢板材	1,113.19	768.57	**145.79**	161.94	61.65
凌钢股份	1,697.67	567.41	**142.89**	110.09	457.13
新钢股份	1,311.48	793.09	**127.06**	104.22	85.70

南钢股份	1,073.39	709.28	**109.22**	162.90	552.59
杭钢股份	1,037.79	440.73	**90.84**	170.98	279.13
韶钢松山	1,006.46	721.46	**77.22**	167.44	703.42
八一钢铁	1,882.89	134.29	**66.44**	43.34	70.46
柳钢股份	1,315.62	522.57	**64.23**	70.89	117.61
沙钢股份	1,127.74	730.63	**60.18**	137.74	62.72
方大特钢	2,890.77	136.52	**41.04**	40.41	63.85
酒钢宏兴	2,449.11	68.00	**40.77**	31.49	64.40
安阳钢铁	1,884.87	84.37	**24.22**		78.49
宝钢股份	2,200.29				1,342.63
鞍钢股份	1,841.90				678.85
行业均值	1,911.81	502.07	**151.72**	142.15	379.03

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 8：2016 年*ST 华菱吨钢费用处于全行业中高位水平（单位：元）

钢铁个股	2011	2012	2013	2014	2015	2016	平均值
抚顺特钢	1,153.36	1,158.71	1,145.49	1,666.88	1,891.84	**1,705.10**	1,453.56
*ST重钢	352.68	442.02	385.28	577.91	842.38	**1,277.87**	646.36
酒钢宏兴	446.99	502.98	561.9	691.73	863.04	**927.37**	665.67
西宁特钢	774.92	824.73	853.45	906.8	1,082.41	**906.21**	891.42
太钢不锈	611.68	609.62	565.94	577.54	551.57	**589.54**	584.31
宝钢股份	411.02	406.47	377.38	477.44	534.21	**499.86**	451.06
新兴铸管	430.77	369.94	387.29	445.05	485.43	**366.2**	414.11
*ST华菱	248.33	304.11	232.63	286.96	359.85	**306.26**	289.69
河钢股份	317.9	319.67	318.02	332.51	308.21	**297.88**	315.7
八一钢铁	265.35	231.25	229.99	293.42	295.39	**279.7**	265.85
首钢股份	301.03	279.13	291.91	261.7	261.26	**276.23**	278.54
山东钢铁		293.9	278.39	272.35	273.98	**271.09**	277.94
鞍钢股份	331.67	326.02	321.69	266.33	288.7	**243.74**	296.36
包钢股份	209.76	228.26	238.99	270.87	274.81	**243.6**	244.38
大冶特钢	158.41	308	324.73	299.88	272.77	**240.4**	267.36
南钢股份	299.64	339.28	360.6	307.94	280.94	**238.72**	304.52
马钢股份	194.41	249.69	217.91	227.19	221.3	**237.9**	224.73
凌钢股份	154.84	203.57	187.8	224.17	299.68	**230.41**	216.74
本钢板材	301.67	212.62	212.37	196.22	234.22	**225.44**	230.42
安阳钢铁	232.46	309.12	217.84	240.04	221.32	**222.48**	240.55
方大特钢	257.33	248.09	248.78	265.69	198.5	**216.89**	239.21
杭钢股份	228.82	241.67	208.81	207.9	175.66	**192.09**	209.16
韶钢松山	169.05	187.56	103.89	155.82	218.45	**160.67**	165.91
新钢股份	196.08	200.66	181.46	225.53	158.01	**146**	184.62
沙钢股份	224.96	209.37	164.39	135.58	102.09	**97.97**	155.73
柳钢股份	172.83	170.52	144.47	154.54	171.62	**93.53**	151.25

三钢闽光	126.15	117.5	103.07	77.28	75.87	**68.57**	94.74
行业均值	329.70	344.24	328.31	372.05	405.32	**391.17**	361.48

资料来源：Wind，长江证券研究所

吨钢市值最低，兼具安全与弹性

投资方面，当前板块行情高涨之下，公司目前估值具备相当显著的配置优势。一方面，公司当前吨钢市值仅 668.43 元，位居冶炼钢企市场中最低位水平；另一方面，结合盈利对比来看，公司 2017Q1 年化 ROE 高达 18.79%，创 2000 年以来历史新高，且公司 2 季度业绩预计环比大幅增长 92.62%~125.14%，意味着当前盈利水平更进一步，相比之下，公司当前 PB 处于 2000 年以来历史分位 74.73%，公司 ROE 分位高于 PB 分位说明其静态估值水平偏低，且公司两者分位差位居全行业第三充分印证估值相对低位，由此充分映射公司股价安全边际较高且上行弹性空间显著。

表 9：*ST 华菱吨钢市值处于全市场最低位

证券代码	钢企名称	总市值（亿元）	钢材产能（万吨）	吨钢市值（元）	2017Q1年化ROE	当前PB	2017Q1年化ROE处于2000年以来历史分位	当前PB处于2000年以来历史分位	2017Q1年化ROE历史分位-当前PB分位
000932.SZ	*ST华菱	117.31	1755	668.43	18.79%	1.79	100.00%	74.73%	**25.27%**
600569.SH	安阳钢铁	71.57	938	763.02	-17.30%	1.54	16.67%	73.46%	**-56.79%**
600782.SH	新钢股份	110.64	1000	1106.4	12.30%	1.26	94.44%	47.49%	**46.95%**
600231.SH	凌钢股份	88.17	741	1189.89	12.36%	1.65	50.00%	54.30%	**-4.30%**
600581.SH	八一钢铁	98.95	800	1236.86	44.11%	4.00	100.00%	91.84%	**8.16%**
601003.SH	柳钢股份	125.32	1000	1253.21	16.75%	2.59	66.67%	59.29%	**7.37%**
601005.SH	*ST重钢	96.71	715	1352.52		-12.2			
000761.SZ	本钢板材	172.48	1200	1437.33	9.30%	1.32	61.11%	56.66%	**4.45%**
000709.SZ	河钢股份	462.97	3000	1543.24	5.71%	1.04	50.00%	50.09%	**-0.09%**
000825.SZ	太钢不锈	256.9	1660	1547.6	5.65%	1.13	38.89%	38.95%	**-0.06%**
600022.SH	山东钢铁	236.45	1510	1565.86	10.97%	1.43	62.50%	42.58%	**19.92%**
600282.SH	南钢股份	157.29	940	1673.34	30.87%	2.21	100.00%	79.49%	**20.51%**
000898.SZ	鞍钢股份	424.68	2456	1729.17	9.30%	0.93	72.22%	36.25%	**35.97%**
600808.SH	马钢股份	316.5	1700	1861.75	17.44%	1.53	88.89%	65.75%	**23.14%**
600307.SH	酒钢宏兴	187.9	1000	1879.01	9.51%	2.00	55.56%	71.93%	**-16.37%**
000717.SZ	韶钢松山	132.59	700	1894.14	107.34%	21.16	100.00%	93.46%	**6.54%**
000959.SZ	首钢股份	389.83	1720	2266.44	7.44%	1.46	55.56%	48.14%	**7.41%**
002110.SZ	三钢闽光	197.53	830	2379.83	21.15%	2.56	86.67%	76.14%	**10.52%**
000708.SZ	大冶特钢	53.61	210	2553.07	6.89%	1.45	38.89%	30.98%	**7.91%**
600019.SH	宝钢股份	1,551.61	4640	3343.98	9.85%	1.04	55.56%	43.18%	**12.37%**
600507.SH	方大特钢	118.02	350	3372.07	38.83%	4.54	100.00%	97.07%	**2.93%**
000778.SZ	新兴铸管	266.59	790	3374.57	4.79%	1.39	16.67%	39.83%	**-23.17%**
600117.SH	西宁特钢	54.97	160	3435.83	1.50%	1.91	33.33%	45.03%	**-11.69%**
600126.SH	杭钢股份	189.38	400	4734.56	5.54%	1.27	44.44%	43.96%	**0.48%**
600010.SH	包钢股份	1,084.92	1617	6709.49	1.67%	2.29	38.89%	71.54%	**-32.65%**

002075.SZ	沙钢股份	355.73	272	13078.37	14.94%	12.46	76.92%	81.37%	**-4.44%**
600399.SH	抚顺特钢	93.73	60	15621.67	6.24%	4.65	83.33%	85.22%	**-1.89%**

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：2017 年 6 月 14 日至今申万钢铁板块指数累计上涨 9.37%

资料来源：Wind，长江证券研究所

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	49950	62267	60101	58746
增长率(%)	20%	25%	-3%	-2%
归属母公司所有者净利润（百万元）	-1055.2	2076.8	2439.7	2854.8
增长率(%)	64%	297%	17%	17%
每股收益(元)	-0.350	0.689	0.809	0.947
净资产收益率（%）	-16.9%	25.0%	22.7%	21.0%
每股经营现金流（元）	2.19	2.73	1.85	2.06

财务报表及指标预测

利润表（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**49950**	**62267**	**60101**	**58746**
营业成本	46468	54782	52373	50650
毛利	**3482**	**7485**	**7728**	**8096**
%营业收入	7.0%	12.0%	12.9%	13.8%
营业税金及附加	292	364	351	344
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	884	1102	1064	1040
%营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	1360	1695	1636	1599
%营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
财务费用	2316	1390	1231	1082
%营业收入	4.6%	2.2%	2.0%	1.8%
资产减值损失	430	0	0	0
公允价值变动收益	25	0	0	0
投资收益	57	0	0	0
营业利润	**-1718**	**2933**	**3445**	**4032**
%营业收入	-3.4%	4.7%	5.7%	6.9%
营业外收支	94	0	0	0
利润总额	**-1668**	**2933**	**3445**	**4032**
%营业收入	-3.3%	4.7%	5.7%	6.9%
所得税费用	-115	112	132	154
净利润	-1553	2821	3314	3878
归属于母公司所有者的净利润	**-1055.2**	**2076.8**	**2439.7**	**2854.8**
少数股东损益	-498	744	874	1023
EPS（元/股）	**-0.35**	**0.69**	**0.81**	**0.95**

现金流量表（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流净额	**6600**	**8247**	**5576**	**6219**
取得投资收益	58	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	-1084	-3123	-1601	-1587
其他	-60	0	0	0
投资活动现金流净额	**-1144**	**-3123**	**-1601**	**-1587**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-6243	-4191	-2961	-3685
筹资成本	1975	-1390	-1231	-1082
其他	-4302	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-8570**	**-5581**	**-4191**	**-4767**
现金净流量	**-3113**	**-457**	**-217**	**-135**

资产负债表（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	6684	6227	6010	5875
交易性金融资产	613	613	613	613
应收账款	2595	3235	3122	3052
存货	8516	10037	9595	9278
预付账款	1018	1200	1147	1109
其他流动资产	2568	3201	3090	3020
流动资产合计	**23733**	**26678**	**25668**	**24991**
可供出售金融资产	67	67	67	67
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	200	200	200	200
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1710	4652	5982	7228
无形资产	3914	3718	3532	3356
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	321	0	0	0
其他非流动资产	41000	41006	41011	41017
资产总计	**70946**	**76322**	**76461**	**76859**
短期贷款	29293	25102	22141	18456
应付款项	17675	20830	19913	19256
预收账款	4073	5078	4901	4791
应付职工薪酬	460	542	518	501
应交税费	243	656	665	685
其他流动负债	5142	6077	5812	5623
流动负债合计	**56886**	**58284**	**53950**	**49311**
长期借款	3449	3449	3449	3449
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	1312	2471	3630	4789
负债合计	**61649**	**64204**	**61029**	**57550**
归属于母公司	6239	8316	10756	13611
少数股东权益	3058	3802	4676	5699
股东权益	**9297**	**12118**	**15432**	**19309**
负债及股东权益	**70946**	**76322**	**76461**	**76859**

基本指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS	-0.350	0.689	0.809	0.947
BVPS	2.07	2.76	3.57	4.51
PE	-11.12	5.65	4.81	4.11
PEG	0.05	-0.02	-0.02	-0.02
PB	1.88	1.41	1.09	0.86
EV/EBITDA	10.78	7.25	6.10	4.93
ROE	-16.9%	25.0%	22.7%	21.0%

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。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（ 100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

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：10060000。

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所，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。