



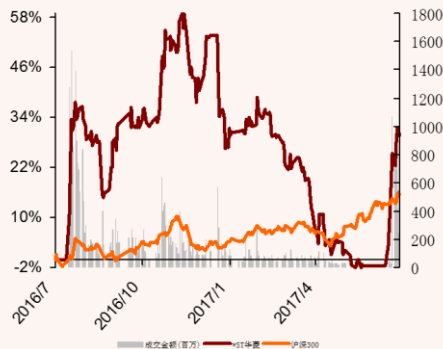
方正证券研究所证券研究报告

首席分析师 韩振国
执业证书编号: S1220515040002
TEL: 010-68584800
E-mail hanzhenguo@foundersc.com

联系人: 武珣, 王锡文

TEL:
E-mail: wuxun@foundersc.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《拟终止重组回归钢铁主业, 上半年归母净利润 9-10 亿创新高》2017. 07. 09

请务必阅读最后特别声明与免责条款

钢管、汽车板业务扭亏, 下半年低估值板材标的弹性更佳

*ST 华菱 (000932)

公司研究

钢铁行业

公司深度报告

2017. 07. 24/强烈推荐(维持)

投资要点

板材为主的湖南钢企龙头, 半年盈利创新高

公司拥有炼铁产能 1,553 万吨、炼钢产能 1,755 万吨, 钢材产量 1400 万吨左右, 占湖南全省产量的 80% 左右, 其中板材占比近 60%。在供给出清和需求大幅提升的环境下, 受益于整个钢铁行业景气度的大幅回升, 公司的钢铁主业上半年实现归母净利润 9-10 亿元, 同比大幅扭亏, 并创上市以来新高。

钢管、汽车板主业扭亏, 后续将持续贡献业绩

除了行业景气度回升以外, 前期巨亏资产转盈也是公司业绩创新高的重要原因。湘钢/涟钢/汽车板公司/华菱钢管的预计利润分别达到 8.3/4.5/0.3/0.8 亿元, 而去年分别为 0.02/0.04/-3.1/-9.8 亿元。钢管业务方面, 公司通过调整产品结构提升盈利稳定性, 行业产能出清充分, 触底反弹可期; 汽车板方面, 2016 年 12 月开始, 汽车板公司的相关产品认证已经完成, 实现达产达效, 持续看好两项业务的后续盈利贡献。

二季度经济数据超预期, 下半年板材更具弹性

上半年 GDP 同比增长 6.9%, 超市场普遍预期, 基建、地产以及制造业投资均呈现出触底回升的趋势, 经济平稳运行的态势仍然稳固。展望下半年, 我们认为板材企业的机会更大。上半年长材的高盈利使得大量钢坯被转化为长材, 板材产能受到压缩, 而三季度是传统的家电、汽车等下游行业的板材需求旺季, 供需格局将较往年大幅改观。此外, 各地装配式建筑项目有望在三季度陆续落地。目前卷螺的利润差额正逐步收敛, 宏观数据和草根调研都显示出下半年板材的景气程度有望持续提升。

盈利预测与投资建议

目前公司吨钢市值为 880 元/吨, 排名倒数第二, 仅高于一季度亏损的安阳钢铁。预计 2017/2018/2019 净利润分别为 20.6/23.8/26.6 亿元, 对应 PE 分别为 7.5/6.5/5.8。维持“强烈推荐”评级。控股股东未来 6 个月内将进行增持, 累积金额不少于 1 亿元。体现出对于公司未来发展的信心。

风险提示: 宏观经济下行风险、资本市场波动风险

盈利预测:

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	49949.62	88901.33	97791.46	102681.03
(+/-) (%)	20.36	77.98	10.00	5.00
净利润	-1055.17	2064.32	2378.17	2661.16
(+/-) (%)	64.34	扭亏	15.20	11.90
EPS (元)	-0.35	0.68	0.79	0.88
P/E	0.00	7.48	6.49	5.80

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	“三钢”合并，铸就湖南钢铁龙头	4
2	钢材种类齐全，板材产量占比近 8 成	5
3	降本增效持续推进，资产负债率有望改善.....	7
4	钢管、汽车板公司大幅扭亏，公司重回钢铁主业.....	9
5	二季度经济数据超预期，下半年板材弹性更佳.....	11
6	盈利预测与投资建议	17

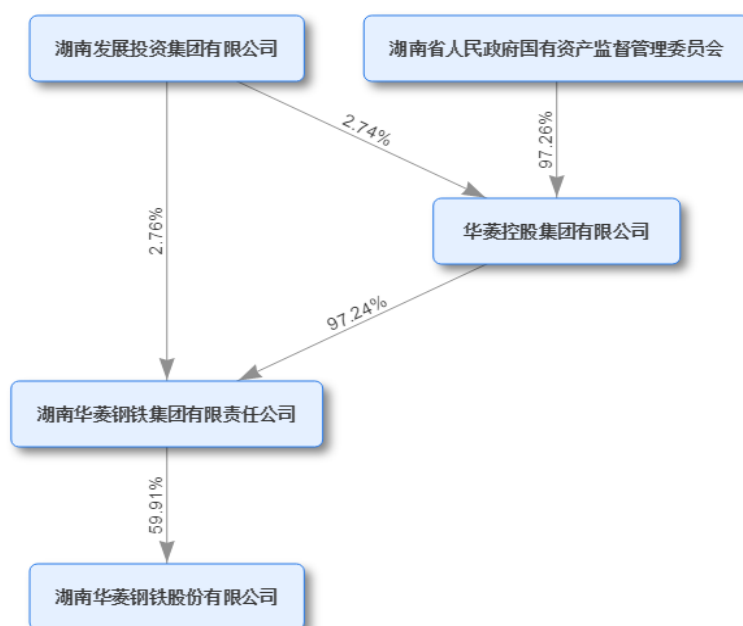
图表目录

图表 1:	公司的实际控制人是湖南国资委	4
图表 2:	公司业务涉及板块众多	4
图表 3:	公司的钢材年产量稳定在 1300 万吨以上	5
图表 4:	公司钢材产量占湖南总产量比例超七成	5
图表 5:	公司的产品以内销为主	5
图表 6:	2017 上半年各产品产量占比	5
图表 7:	*ST 华菱营收构成 (亿元)	6
图表 8:	*ST 华菱毛利构成 (亿元)	6
图表 9:	*ST 华菱主要产品毛利率及变化	6
图表 10:	2016 年吨钢收入小幅提升	6
图表 11:	2016 年吨钢毛利大幅提升	6
图表 12:	2016 年上市公司吨钢毛利	7
图表 13:	2016 年估算上市公司吨钢净利	7
图表 14:	2017 年一季度吨钢毛利估算	7
图表 15:	2017 年一季度吨钢净利估算	7
图表 16:	公司原燃料及动力成本逐年走低	8
图表 17:	职工薪酬及制造费用变化	8
图表 18:	公司在职工数量逐年降低	8
图表 19:	吨钢职工薪酬处于全行业中高位水平	8
图表 20:	公司的吨钢固定费用情况	9
图表 21:	公司的资产负债率逐年走高	9
图表 22:	公司的资产负债率偏高	9
图表 23:	公司金融负债占比较高	9
图表 24:	资产重组进程	10
图表 25:	资产重组具体项目	10
图表 26:	2015 年各行业钢材需求量	11
图表 27:	5 月底手持订单量同比-30.7%	12
图表 28:	1-5 月新接订单量同比-31.5%	12
图表 29:	未来汽车行业的需求将以稳为主	12
图表 30:	各地装配式建筑相关政策列举	13
图表 31:	建筑用钢结构的复合增长率将达到 27%	13
图表 32:	钢结构以钢板为主要原材料	14
图表 33:	钢种以 Q345 为主	14
图表 42:	上半年长材利润明显跑赢板材	16
图表 43:	卷螺利润差额正逐渐收敛	17
图表 44:	可比公司估值表	17
图表 45:	产品收入预测表	18

1 “三钢”合并，铸就湖南钢铁龙头

华菱钢铁股份有限公司成立于 1999 年 4 月由湖南华菱钢铁集团为主发起人，联合长沙矿冶研究院等单位共同发起成立。华菱钢铁集团是 1997 年底由湖南三大钢铁企业：湘钢、涟钢、衡钢联合组建的大型企业集团，由省国资委授权经营。1994 年 7 月，华菱钢铁在深交所上市，实际控制人是湖南国资委，控股股东为华菱钢铁集团有限公司，持有公司 59.91% 的股份，构成绝对控股。

图表1：公司的实际控制人是湖南国资委



资料来源：Wind 资讯、方正证券研究所

公司下辖湘潭钢铁集团有限公司、湖南衡阳钢管（集团）有限公司、涟源钢铁集团有限公司、华菱安塞乐米塔尔汽车板有限公司等四家钢铁子公司，分别控股 94.71%、68.36%、62.75%、51%。此外，华菱钢铁还拥有深圳华菱商业保理有限公司、湘潭华菱节能发电有限公司、湖南华菱电子商务股份有限公司等 17 家其他领域直接或间接控股的子公司，业务范围涉及制造、维修、金融、服务贸易、节能发电等多个市场。

图表2：公司业务涉及板块众多



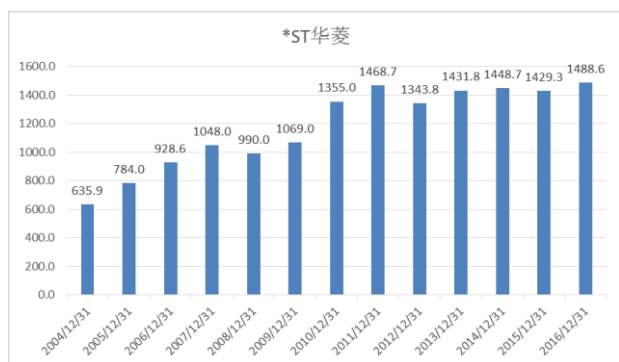
资料来源：Wind 资讯、方正证券研究所

控股股东华菱钢铁集团是湖南省最大的省属国企和全国钢铁行业十强之一，也是全球最大的宽厚板生产企业、先进汽车板生产企业和世界主要无缝钢管供应商。公司经营的钢材品种较为齐全，管材、板材、建材均有涉及，但以板材为主。产品大类结构包括宽厚板、热轧卷板、冷轧卷板、线棒材、螺纹钢、无缝钢管，其中板材占比近 60%，管材占比 8%，长材占比 30%，是湖南省钢铁龙头企业，生产规模可达到年产钢 1,300 万吨以上，拥有独立、完整的钢铁制造体系，形成了板管棒线兼有、普特结合、专业化生产的格局。公司拥有湘潭、娄底、衡阳三大钢铁生产基地，炼铁产能 1,553 万吨、炼钢产能 1,755 万吨。

2 钢材种类齐全，板材产量占比近 8 成

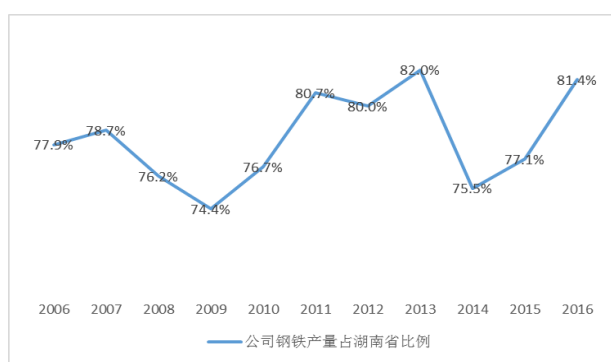
公司近年来产量稳定在 1400 万吨左右，2016 年的钢材产量为 1488.6 万吨。同期湖南省以粗钢口径统计的产量为 1827.8 万吨，不考虑钢坯的加工损耗，公司的钢铁产量约占湖南省总产量的 81.4%。近十年来华菱钢铁的钢材产量占湖南省总产量比例均超七成。

图表3： 公司的钢材年产量稳定在 1300 万吨以上



资料来源：Wind 资讯、方正证券研究所

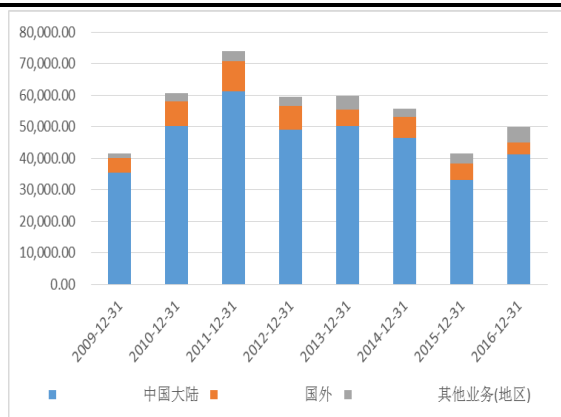
图表4： 公司钢材产量占湖南总产量比例超七成



资料来源：Wind 资讯、方正证券研究所

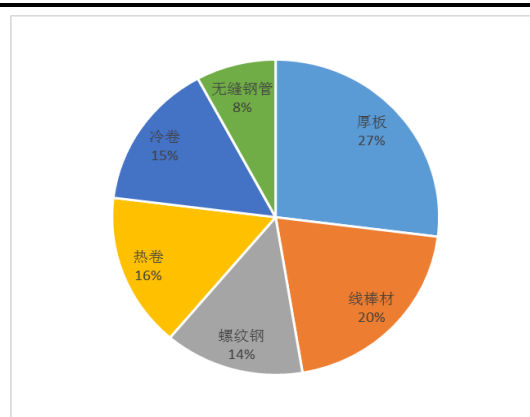
公司的销售以国内市场为主，每年的国内市场营业收入占比平均在 80% 左右。利润率方面，根据 2016 年报数据，公司国内销售钢材的毛利率为 6.36%，远低于出口钢材的 14.4%。2017 年上半年，公司在两座大高炉检修影响产量约 30 万吨的情况下，产铁约 700 万吨、钢约 790 万吨、材约 760 万吨，产量分别为：厚板 205 万吨、线棒 155 万吨、螺纹钢 105 万吨、热卷 120 万吨、冷卷 115 万吨以及无缝钢管 60 万吨。

图表5： 公司的产品以内销为主



资料来源：Wind 资讯、方正证券研究所

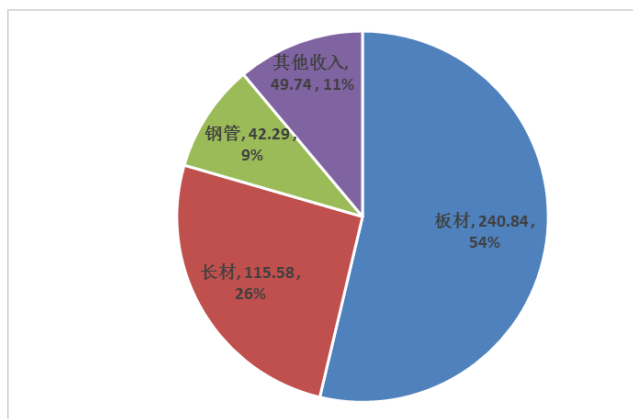
图表6： 2017 上半年各产品产量占比



资料来源：Wind 资讯、方正证券研究所

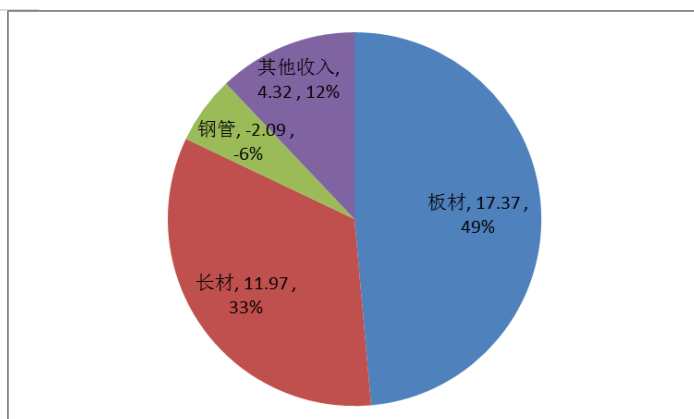
2016 年以来,钢铁行业的景气度大幅提升,公司经营状况明显向好。2016 年全年实现营业收入 498.1 亿元,其中钢铁主业营业收入 448.5 亿元,占比 90.03%,同比上升 17.04%。收入和毛利的构成方面,2016 年,板材营收 240.8 亿元,占比 54%,毛利 17.4 亿元,占比为 49%;长材营收 115.6 亿元,占比为 26%,毛利 12.0 亿元,占比为 33%。

图表7: *ST 华菱营收构成(亿元)



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

图表8: *ST 华菱毛利构成(亿元)



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

2016 年以来,公司不断优化产品结构,通过降低板材产品中船板占比和无缝钢管产品中石油用管占比,提升地产、基建等相关的工程机械、高层建筑、桥梁等高强钢品种的占比,带动了长材和板材产品毛利率的提升。

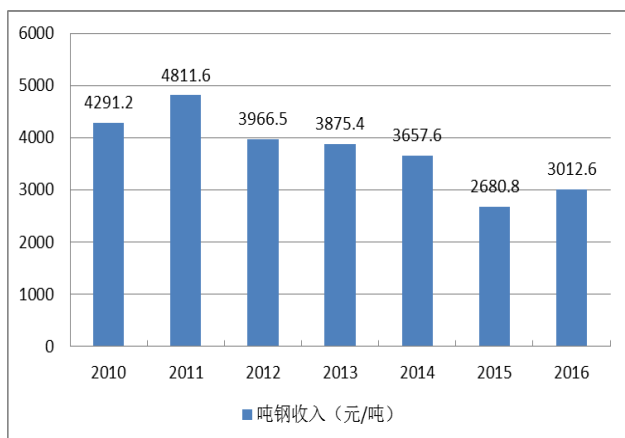
图表9: *ST 华菱主要产品毛利率及变化

产品	2015 年毛利率	2016 年毛利率	变化
长材	1.45%	10.36%	8.91pct
板材	3.43%	7.21%	3.78pct
钢管	7.71%	-4.94%	-12.65pct

资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

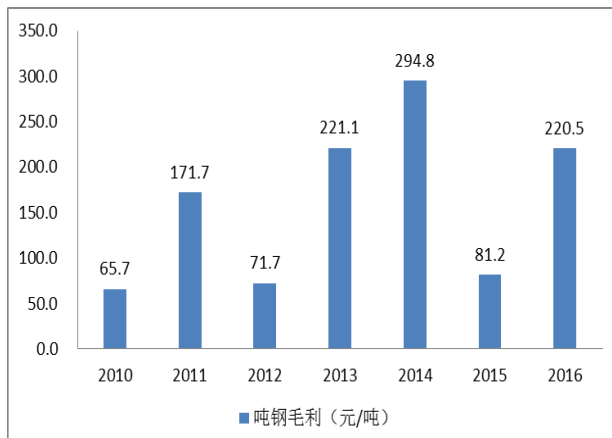
在周期向下的行业趋势当中,公司通过强化成本控制、提升产品附加值等方式,显著提升了盈利能力。2016 年,公司吨钢收入为 3012.6 元/吨,同比上升 12.37%;吨钢毛利大幅度上升,2016 年为 220.5 元/吨,同比上升 171.6%。我们认为,随着钢铁行业的逐步回暖,公司在成本控制方面的改进会带来更高的业绩弹性。

图表10: 2016 年吨钢收入小幅提升



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

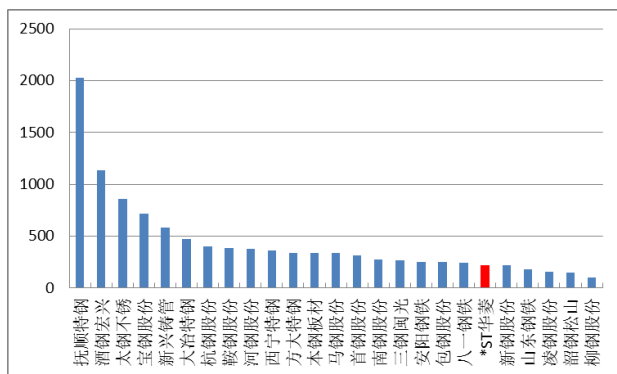
图表11: 2016 年吨钢毛利大幅提升



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

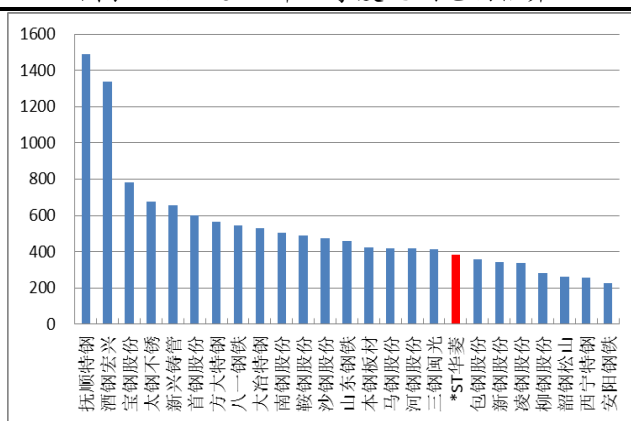
2016 年,公司的吨钢毛利和净利排名相对靠后,主要原因可能是公司一季度的亏损较为严重,导致后半年行业虽然整体经营情况有所好转,但从全年来看仍难以挽回亏损的结果,同时也大幅拉低了公司的吨钢毛利和吨钢净利的排名。2017 年一季度公司的吨钢毛利和净利排名仍然相对靠后,主要原因是一季度长材的吨钢毛利更高,板材为主的企业排名相对靠后。

图表12: 2016 年上市公司吨钢毛利



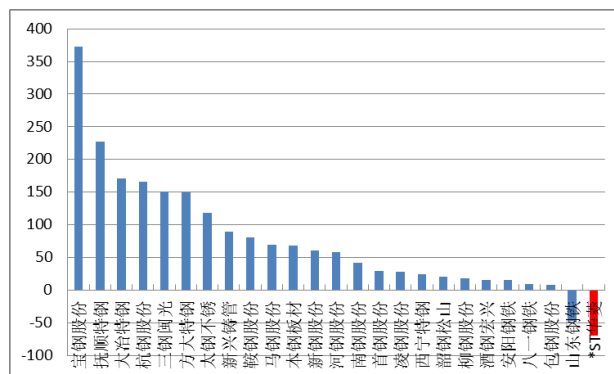
资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

图表14: 2017 年一季度吨钢毛利估算



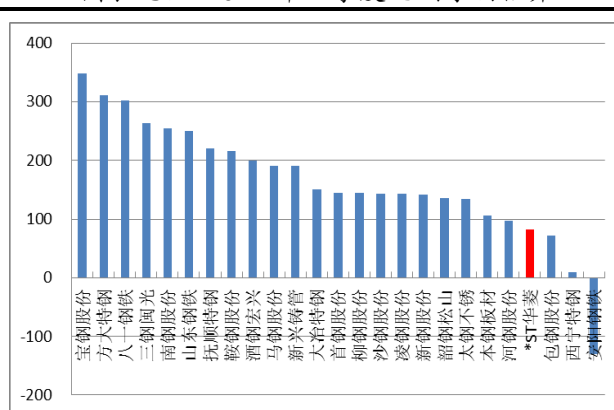
资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

图表13: 2016 年估算上市公司吨钢净利



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

图表15: 2017 年一季度吨钢净利估算

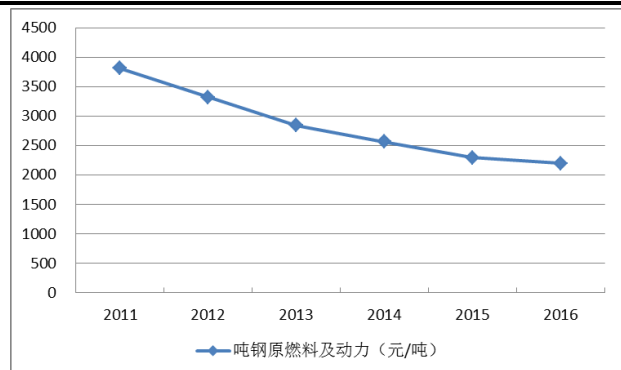


资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

3 降本增效持续推进, 资产负债率有望改善

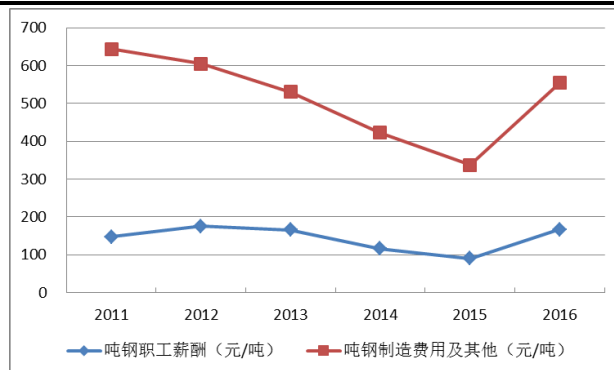
公司近年来的降本增效成果显著。原材料及动力成本方面, 公司不断加大对余热余压余气的二次能源高效回收利用技术方面的投入。目前公司自发电比例达到 80%, 其中湘钢、涟钢自发电比例达到 85% 以上, 位居钢铁行业领先水平, 从而大幅降低了能源成本。公司地处内陆, 尽管有物流方面的劣势, 但也有区域市场优势。公司近年来不断加大水运比例, 降低物流成本。近年来吨钢物流成本下降 50 元/吨, 收效明显。此外, 公司一直通过优化高炉运行指标, 消化进口矿物流成本略高的不利因素, 以使铁水成本达到或低于行业平均水平。可以看到, 尽管 2016 年焦煤焦炭和铁矿石的价格较 2015 年均大幅上涨, 但公司 2016 年吨钢原燃料及动力成本仅 2198.57 元, 同比下降 4.1%。

图表16: 公司原燃料及动力成本逐年走低



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

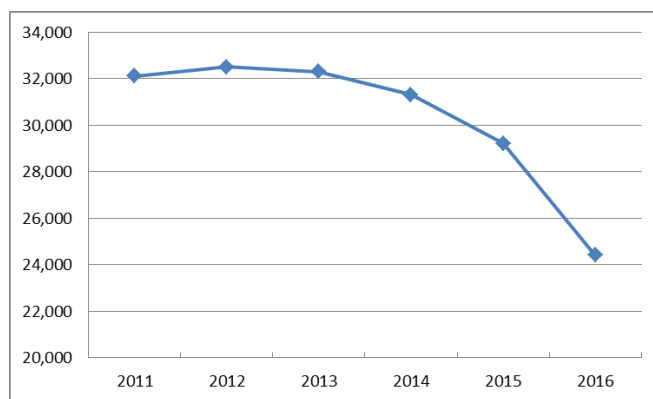
图表17: 职工薪酬及制造费用变化



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

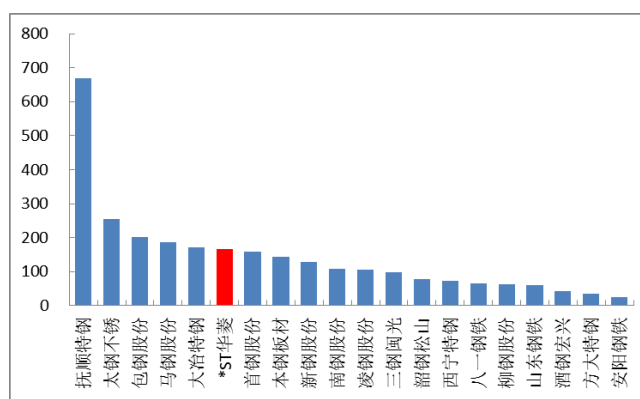
公司近年来持续开展优化劳动生产率、降低人工成本工作,以项目为抓手,重点推进智能制造项目、工艺流程优化项目、组织机构优化项目等,减少在岗人员。2016 年年末公司在岗职工共计 24,414 人,比 2014 年末减少劳动用工 1 万人以上,2016 年末湘钢、涟钢人均实物劳动生产率已接近行业平均水平。2017 以来,公司继续压减劳动用工,预计年末人数控制在 2.1 万人左右,湘钢、涟钢人均实物劳动生产率超过行业平均先进水平。公司计划 2018 年底湘钢、涟钢人均实物劳动生产率超过 1,000 吨/人.年,达到行业先进水平。下一步还将进一步推进智能化、自动化、无人化的技术改造工作。同时,公司也并非一味压缩人工成本,二是充分注意保障在岗员工的工作积极性。2016 年公司吨钢职工薪酬为 167.47 元,处于全行业较高水平。

图表18: 公司在职工数量逐年降低



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

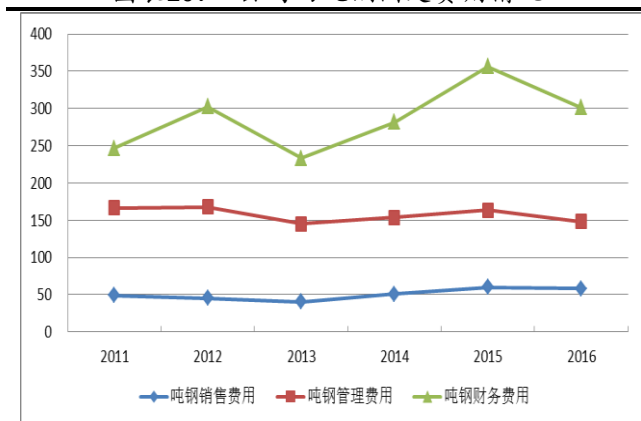
图表19: 吨钢职工薪酬处于全行业中高位水平



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

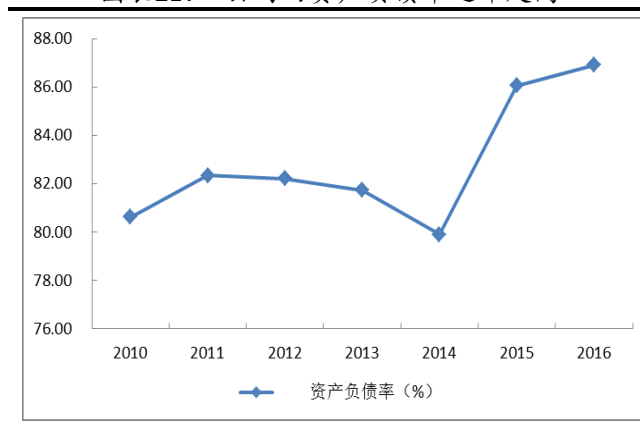
固定成本方面,回溯过去 6 年的吨钢固定成本,销售费用和管理费用相对比较稳定,而财务费用近年来的上升则比较明显。公司的财务费用从 2015 年开始大幅走高,从报表数据来看,公司一方面大幅增加了短期借款和应付票据的融资规模,另一方面 2015 年的巨额亏损大幅降低了公司的所有者权益数额。两方面因素使得公司的资产负债率急剧攀升。也就是说,在主业大幅亏损以后,公司不得不借助外部融资渠道去弥补亏损,因而大幅增加了票据融资和短期借款融资,因此导致财务费用和负债率的大幅攀升。

图表20: 公司的吨钢固定费用情况



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

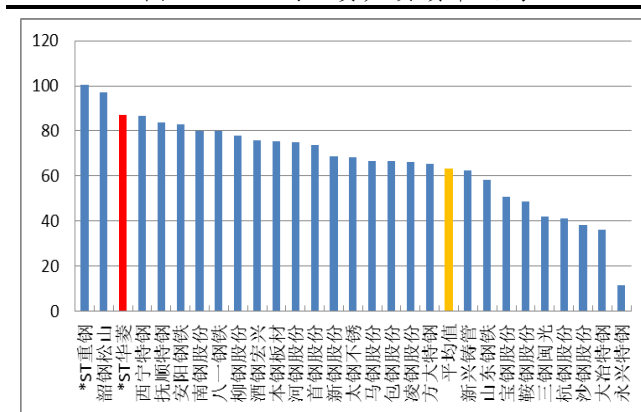
图表21: 公司的资产负债率逐年走高



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

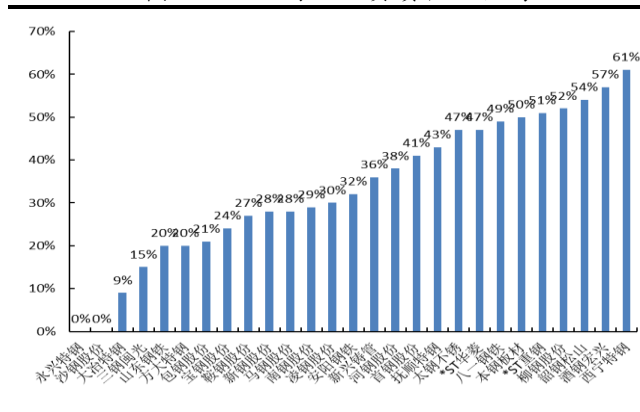
因此,随着国家大力推进债转股项目以及钢铁行业的行情回暖,公司的资产负债率有望大幅降低。截止 6 月 28 日,由浦发银行与华菱集团共同发起的降杠杆项目落地,浦发银行已为该杠杆项目投放资金 45 亿元。本项目以成立基金形式投放,基金所募集资金总额达 125 亿元,专项用于对华菱集团进行权益性投资。华菱集团利用该部分资金置换债务,资产负债率将降低 8 个百分点左右。此外,浦发银行在上述交易中共将投入 100 亿元资金。此外,公司钢铁主业盈利今年大幅回暖,上半年预计实现净利润 9 亿元。主业恢复造血功能之后,公司的资产负债率有望持续降低。

图表22: 公司的资产负债率偏高



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

图表23: 公司金融负债占比较高

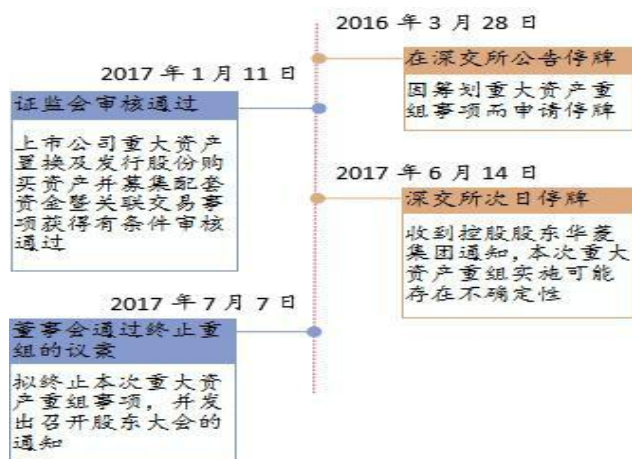


资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

4 钢管、汽车板公司大幅扭亏, 公司重回钢铁主业

2016 年 3 月 28 日, 公司因重大资产置换事项而停牌。2017 年 1 月 11 日, 公司的资产置换方案获得证监会无条件审核通过。根据重组方案, 本次拟注入的金融资产为财信投资 100% 股权, 包括财富证券 100% 股权、湖南信托 96% 股权和吉祥人寿 38.26% 的股权。6 月 4 日公司收到控股股东通知, 称该重组方案的事实可能存在不确定性。7 月 7 日公司发布公告称, 拟终止此次的重大资产置换项目。主要原因在于 1-5 月, 拟注入的财信投资合并报表出现亏损, 其中财富证券由盈利转为亏损, 吉祥人寿亏损额增加。分主体看, 财信投资 (合并) 亏损 1.39 亿元, 去年同期盈利 1.62 亿元; 财富证券亏损 2.09 亿元, 去年同期盈利 0.61 亿元; 湖南信托盈利 1.83 亿元, 去年同期盈利 1.35 亿元; 吉祥人寿亏损 3.12 亿元, 去年同期亏损 1.53 亿元, 亏损额增加 1.59 亿元。

图表24：资产重组进程



资料来源：Wind 资讯、方正证券研究所

图表25：资产重组具体项目



资料来源：Wind 资讯、方正证券研究所

吉祥人寿 2014、2015、2016 年 1-7 月份净利润分别为-1.77 亿元、-1.36 亿元、-1.98 亿元。根据国内外寿险行业经验，寿险公司一般自开业后 7-8 年后进入盈利期，并将在未来 10-15 年内保持稳定增长，而后进入稳定期。吉祥人寿自 2012 年 9 月 7 日成立至今尚不足 5 年，前期积累的保单利润尚未完全释放，因此报告期内出现连续亏损。财富证券因前期参与资产管理计划产生一定浮亏，对当期公允价值变动损益科目形成较大影响，自营业务收入同比下降，可能是造成今年亏损的主要原因。

公司 2016 年亏损的大幅原因主要有三个方面，一是由于下游油气行业市场持续低迷，公司无缝钢管产品订单萎缩，子公司华菱钢管计提减值近 4 亿元，全年亏损 13.9 亿元；二是汽车板公司因处于达产达效过程中，2016 年仍然亏损 3.8 亿元；三是人民币贬值带来的汇兑损失。公司 2017 年以来业绩明显改善主要是由于公司近年来推行的产品结构调整已凸显效果，尤其是 2016 年两大亏损点华菱钢管和汽车板公司业绩今年已经明显好转。

华菱钢管方面，自 2016 年以来公司通过调整产品结构，大大降低钢管对油气行业的依赖程度，从以前的占比 60-70% 左右降至目前的三分之一左右，提升了在机械加工行业和其他行业的占比。目前公司钢管在油气行业、机械加工行业和其他行业约各占比三分之一。此外，由于无缝钢管行业产能过剩严重，下游油气行业不景气，油气开采活动持续萎缩，近年来全球前三大钢管巨头都出现了不同程度的亏损，国内多家无缝钢管企业关停倒闭，公司无缝钢管也亏损严重，无缝钢管行业进行了大洗牌，产能大幅出清。预计后续的盈利贡献不仅能够持续，而且将逐年递增。

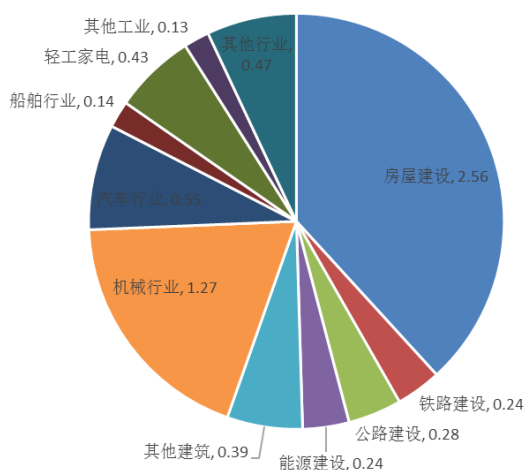
汽车板方面，2014 年 6 月公司与安赛乐米塔尔合资的汽车板公司正式投产，标志性产品包括强度高达 1200MPa 的先进高强度钢板（AHSS）、超高强度钢板（UHSS）和 Usibor1500，以满足汽车行业更高的安全、轻量、抗腐蚀和减排要求。汽车板由于其下游行业特殊性的原因，其产品认证需要比较长的一段时间，因此 2014-2016 年汽车板公司出现亏损。但自 2016 年 12 月开始，汽车板公司开始实现持续盈利，相关产品认证已经完成，产品已开始稳定批量供应长安福特、一汽大众、菲亚特等汽车主机厂与冲压件厂，基本实现达产达效，盈利能力稳步复苏。Usibor1500 目前是国内汽车板最高强度的钢板，而

安赛乐米塔尔已研究出 2500MPa 的汽车用钢板, 2000MPa 的产品已商业化生产投放市场。安赛乐米塔尔作为在汽车板领域的龙头, 拥有顶尖的技术水平, 将为汽车板公司提供强有力的技术支持, 实现新产品同步上市、新技术同步共享。同时, 为提升汽车板公司向客户供应汽车板的服务能力, 延伸下游产业链, 实现综合服务商战略, 汽车板公司与西班牙公司 GONVARRI 合资设立汽车板加工公司, 在沈阳、常熟、重庆、娄底四地设立高强、超高强钢加工服务中心, 为客户提供高强汽车板冲裁及激光焊接加工业务。汽车板公司 2016 年 12 月以来实现持续盈利, 已经具备了持续贡献盈利的能力, 未来具有极高的盈利弹性。

5 二季度经济数据超预期, 下半年板材弹性更佳

公司的产品以板材为主, 下游主要是地产、汽车和基建三大产业链。地产产业链主要包括房屋建筑、工程机械和轻工家电, 汽车产业链主要包括汽车以及机械行业中的机床, 基建产业链主要包括房屋建设以及工程机械。根据 2015 年中钢协的统计, 房屋建设(主要是地产项目)的直接钢材消费量为 2.56 亿吨, 占我国钢材消费总量的 38.2%。与地产相关的轻工家电行业的直接钢材消费量为 4300 万吨, 占比 6.4%。基建的直接钢材消费量为 1.15 亿吨, 占比为 17.2%、汽车的行业的直接钢材消费两 5500 万吨, 占比 8.2%。机械行业的拆分比较困难, 是各终端需求带来的间接需求, 2015 年的需求量为 1.27 亿吨, 占比 19.0%。

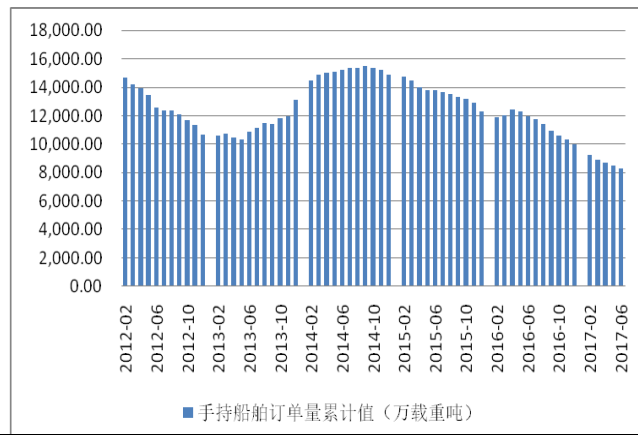
图表26: 2015 年各行业钢材需求量



资料来源: 钢铁工业年鉴、方正证券研究所

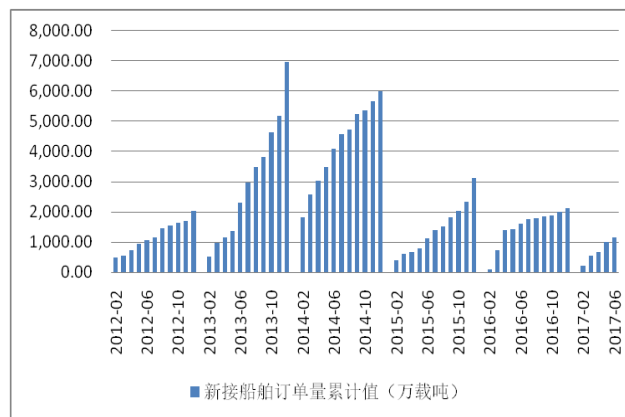
公司板材的前期主要供应对象是造船厂。但从目前的数据来看, 2017 年 5 月底, 手持船舶订单 8515 万载重吨, 同比下降 30.7%; 前 5 个月的承接新船订单 986 万载重吨, 同比下降 31.5%。在手订单和新接订单量同比均大幅下滑, 船舶行业下半年的需求并不乐观。但公司对此及时进行了调整, 将造船厂供应量缩减至 27.67%, 同时增加了在中高端汽车板、桥梁、建筑等钢材的供应量。

图表27: 5月底手持订单量同比-30.7%



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

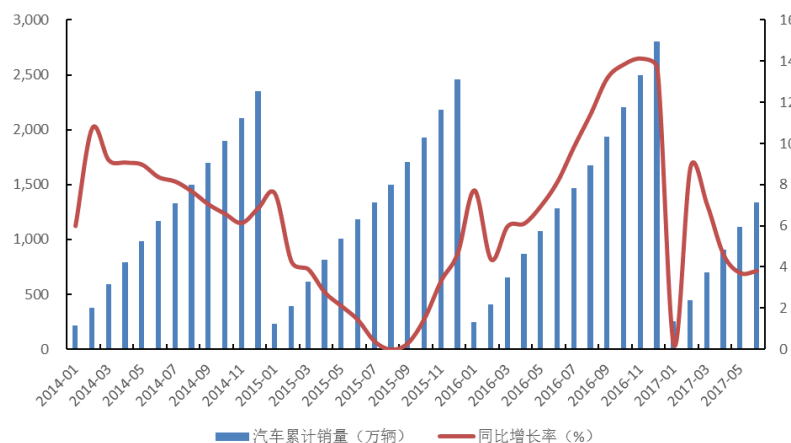
图表28: 1-5月新接订单量同比-31.5%



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

我们认为, 总体来看, 2017 年下半年传统的板材下游 (主要指汽车和家电) 的需求量将以稳为主。汽车作为传统的高端板材最重要的下游, 预计 2017 年的同比增长率较 2016 年会有下降。从数据来看, 2017 年的汽车销售量增速仅为 3.8%, 而 2016 年的同期增速则达到 8.1%。销量大幅下滑的原因可能是 2017 年的购置税优惠政策大量透支了来年的消费需求, 使得汽车销量增长后劲不足。此外, 2016 年的高增长带来了下半年的高基数, 预期下半年汽车对于板材的需求拉动仍然有限。但从当前的数据和销售情况来看, 未来汽车行业需求出现大幅下滑的概率也不大。消费升级的需求带来了新能源汽车、自主品牌和豪华车需求的异军突起, 公司的高强度汽车板的需求将持续向好。

图表29: 未来汽车行业的需求将以稳为主



资料来源: 中汽协、方正证券研究所

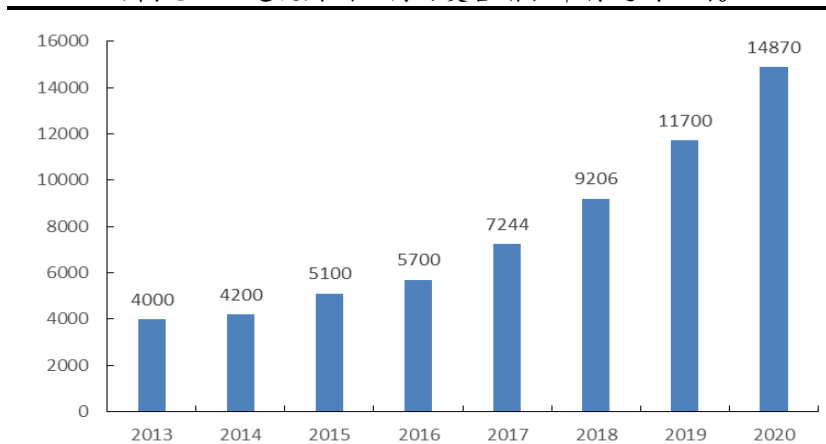
建筑领域对于板材的需求增量可能超市场预期。我们判断, 2016 年是钢结构政策转向的转折之年。2016 年 9 月 27 日, 国办发布《关于大力发展装配式建筑的指导意见》提出, “要以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区, 常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区, 其余城市为鼓励推进地区, 因地制宜发展装配式钢结构等装配式建筑。力争用 10 年左右的时间, 使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%”, 目前全国已有超过 30 个省市出台了相关指导意见和配套措施, 有望开启我国装配式建筑高速发展的序幕。我们依据的是钢铁工业十三五规划进行测算, 预计到 2020 年建筑用钢结构的复合增长率将达到 27%。

图表30： 各地装配式建筑相关政策列举

优惠措施	地区	主要内容
绿色建筑补贴	国家	中央财政奖励标准为：二星级绿色建筑 45 元/平方米，三星级绿色建筑 80 元/平方米。
	北京市	在中央奖励资金基础上，对绿色建筑标识项目按建筑面积给予奖励资金。奖励标准为二星级标识项目 22.5 元/平方米，三星级标识项目 40 元/平方米
	江苏省	对获得绿色建筑一星级设计标识的项目，按 15 元/平方米的标准给予奖励；对获得绿色建筑运行标识的项目，在设计标识奖励标准基础上增加 10 元/平方米奖励
	上海市	运营标识二星每平米补贴 50 元，三星每平米补贴 100 元，装配式建筑示范项目每平米 100 元
	海南省	获得二、三星级绿色建筑运行标识的项目可按规定申请中央财政奖励和分别返还 20%、40%城市基础设施配套费。
	陕西省	陕西省财政对一、二、三星级绿色建筑的奖励标准，分别为每平方米 10 元、15 元、20 元。
建筑面积奖励	上海市	对自愿实施装配式建筑的项目给予不超过 3%的容积率奖励；装配式建筑外墙采用预制夹心保温墙体的，给予不超过 3%的容积率奖励。
	石家庄	主动采用建筑产业化方式建设且预制装配率达到 30%及以上的商品房项目，办理规划审批时其外墙预制部分可不计入建筑面积，按项目使用新型墙体材料的实际比例退还墙改基金，按预制装配率返退散装水泥基金。
	四川省	在符合相关法律法规等前提下，对实施预制装配式建筑的项目研究制定容积率奖励政策。
土地优先供应	南京市	2016 年 6 月，南京国土部门发布的 6 幅地块的公告备注中首次出现了“装配式建筑”的强制性要求。要求“该地块要求装配式建筑面积的比例为 100%，建筑单体预制装配率不低于 30%”。
	四川省	明确提出对以出让方式供应的建设项目用地，在规划设计条件中明确项目的预制装配率列入土地出让合同。
	河北省石家庄	对采用建筑产业化方式建设且预制装配率达到 30%的商品房项目，优先保障用地

资料来源：方正证券研究所

图表31： 建筑用钢结构的复合增长率将达到 27%

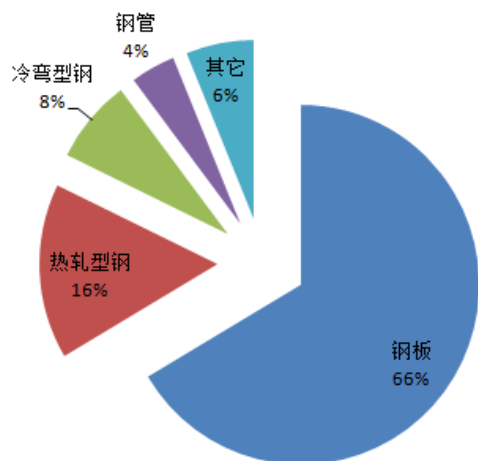


资料来源：中电联、方正证券研究所

与传统湿法作业的钢筋混凝土以螺纹钢为主要原材料不同，钢结

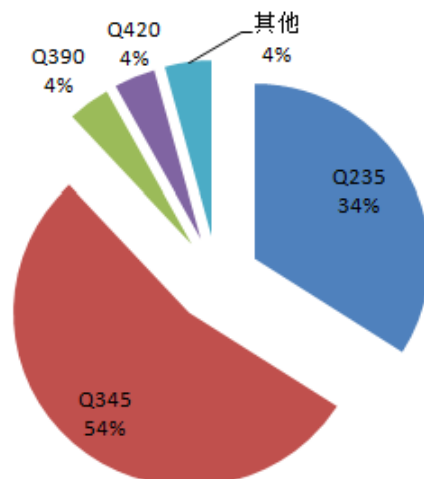
构建筑的原材料以板材为主，主要是向钢厂采购中厚板，然后由钢结构加工企业根据工程项目需求进行焊接加工。根据钢结构协会的统计数据，钢板在钢结构建筑当中的应用比例高达 66%，而传统的钢筋混凝土结构建筑对于钢板的需求量极少。随着今年钢结构建筑项目的大规模落地，建筑行业将成为未来板材需求增长的重要看点。

图表32： 钢结构以钢板为主要原材料



资料来源：钢结构协会、方正证券研究所

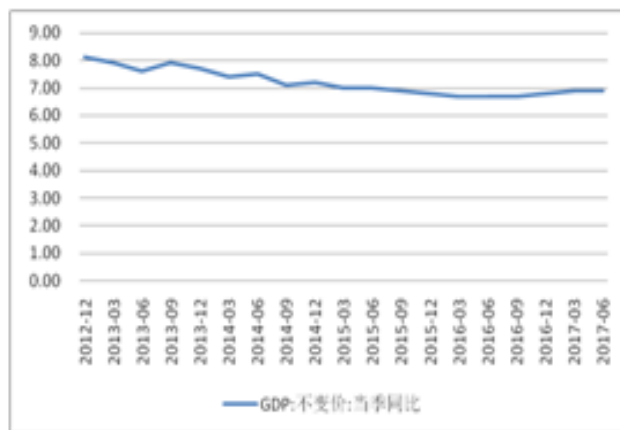
图表33： 钢种以 Q345 为主



资料来源：钢结构协会、方正证券研究所

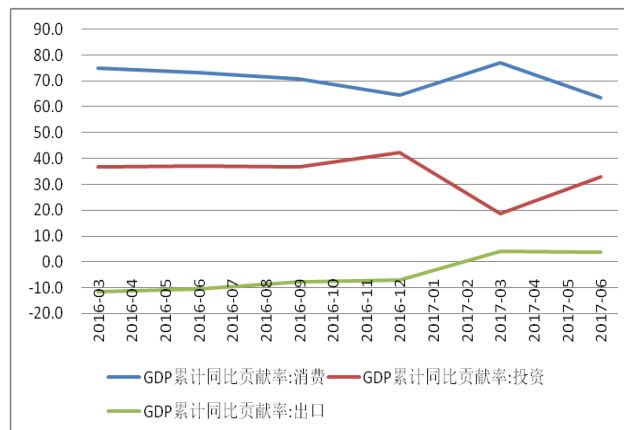
7 月 17 日，国家统计局发布了第二季度经济数据，上半年 GDP 同比增长 6.9%，超市场普遍预期。生产需求都见起色，出口、投资和消费全面回升，其中投资对 GDP 增长贡献率显著提高，第二季度投资贡献率和拉动达 32.7%，远高于第一季度的 18.6%。

图表34： GDP 增速稳中向好



资料来源：Wind 资讯、方正证券研究所

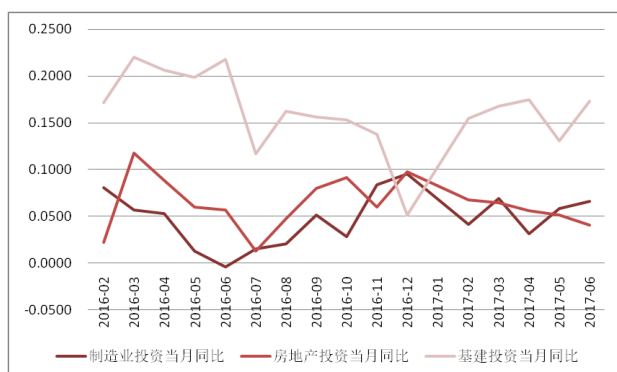
图表35： 各支出项对 GDP 增长的贡献率



资料来源：Wind 资讯、方正证券研究所

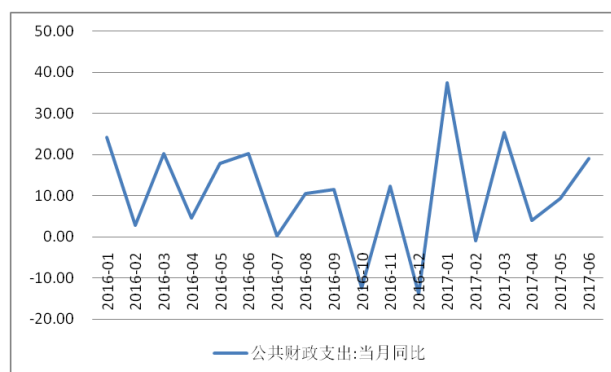
6 月基建、制造业投资都较五月上涨，基建投资上涨 4.3 个百分点，制造业上涨一个百分点，房地产投资虽较五月有所下降。但房地产投资累计同比较去年同期提升 2.4 个百分点，达到 8.5%；制造业投资累计同比较去年同期提升 2.2 个百分点，达到 5.5%。

图表36: 6月基建投资、制造业投资较前期上涨



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

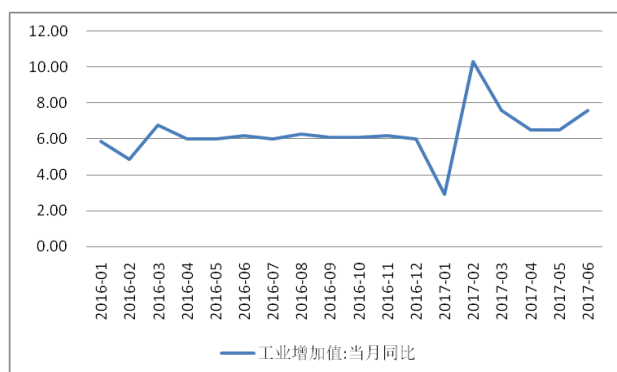
图表37: 公共财政支出 6月较前期提高



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

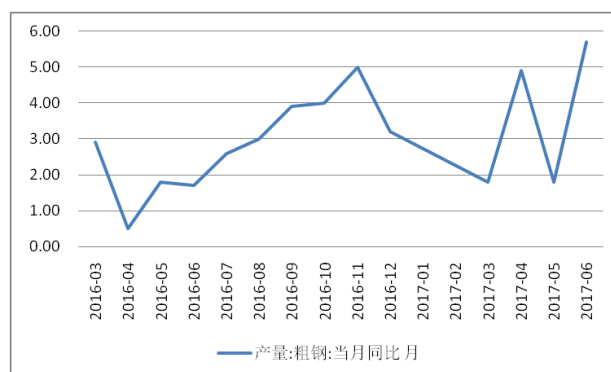
6月基建投资当月增长 17.3%，月环比提高 4.2 个百分点，6 月份全国财政支出同比增长 19.1%，月环比提升 9.7 个百分点，可能是基建高增长的主要原因。在财政扩张，投资增长的趋势下，工业部门对拉动 GDP 贡献上升。尤其是 6 月份，规模以上工业增加值达到 7.6%，比五月的 6.5% 高出 1.1 个百分点，明显高出市场预期的 6.5%。工业增加值环比季调增至 0.81，处于历史高位。分行业来看，制造业增长水平较上月扩张 1.1 个百分点至 8%，受益于大宗商品价格飙升，钢铁行业利润和产量均见明显回升。

图表38: 规模以上工业增加值高于市场预期



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

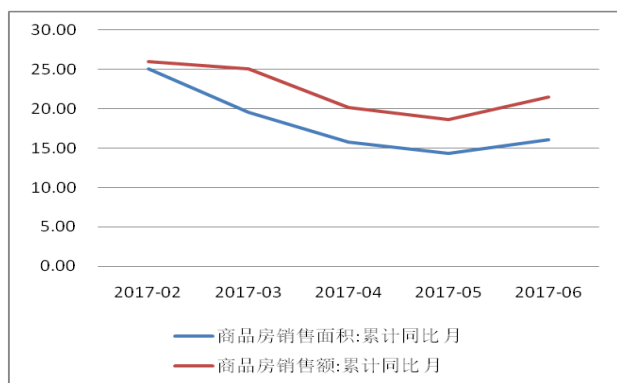
图表39: 钢铁行业产量回升



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

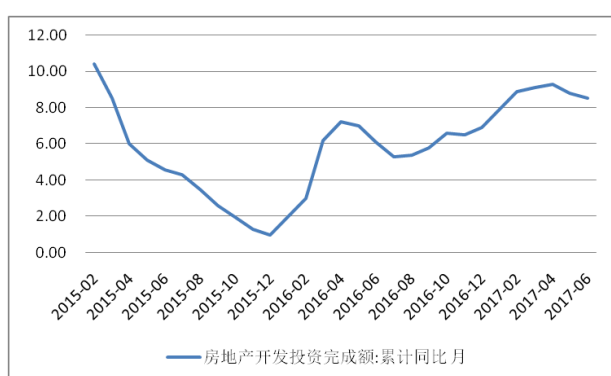
此外，6 月份商品房销量年内首次反弹。上半年商品房累计销售面积同比增长 16.1%，商品房销售额累计同比增长 21.5%，销售的下行速度明显低于市场预期。商品房销售额的迅速反弹，主要原因主要有两点，一是去年同期基数较低；二是今年在一二线城市购房受约束的政策下三四线城市的销售良好，拉高整体数据。目前，商品房去库存效果明显，房屋企业资金和房屋新开工面积都明显增加，新开工火热，房企资金充裕，去库存化效果良好，短期内房地产投资将仍然维持高位景气。

图表40: 商品房销售年内首次反弹



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

图表41: 房地产开发投资完成额较去年同期上涨

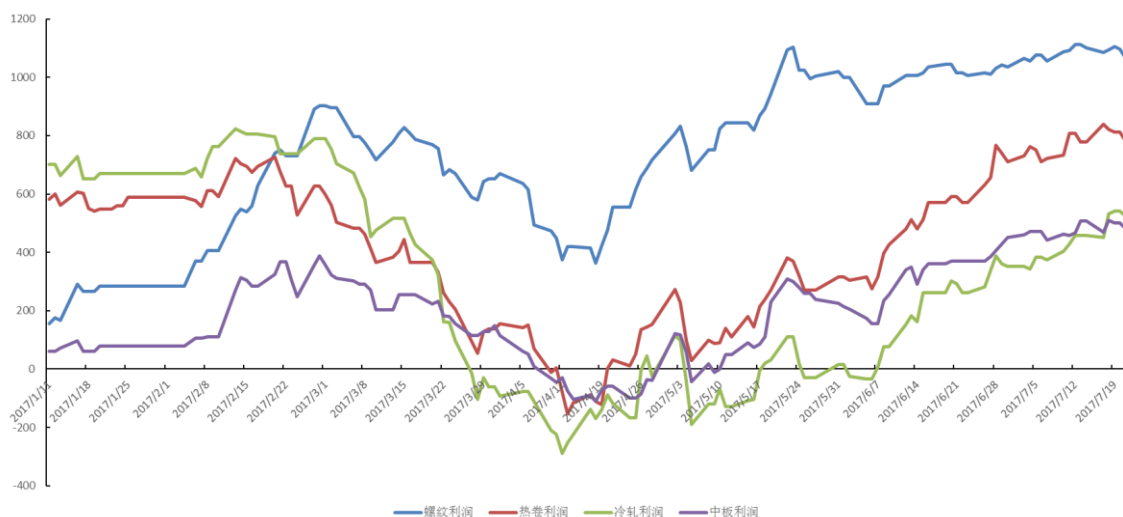


资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

6月,制造业投资同比增长6.7%,较五月份增速上行0.9个百分点,民间固定资产投资同比增长8.2%,较五月份增速上行1.5个百分点。17年上半年的设备更新是推动6月制造业投资回升的重要原因。综上,我们认为今年无论是基建、地产还是制造业投资均呈现出触底回升的趋势,经济平稳运行的态势仍然稳固。

上半年长材利润明显跑赢板材,根据我们的观测,数据区间取2017年1月1日—7月13日,采用同步成本法测算的螺纹钢吨钢毛利达到698元/吨,而热卷/冷轧/中板的毛利仅为400/298/182元/吨。长材毛利较高的主要原因在于上半年的地条钢清理整顿主要针对的是长材产能,因此长材的供需格局改善程度较大。

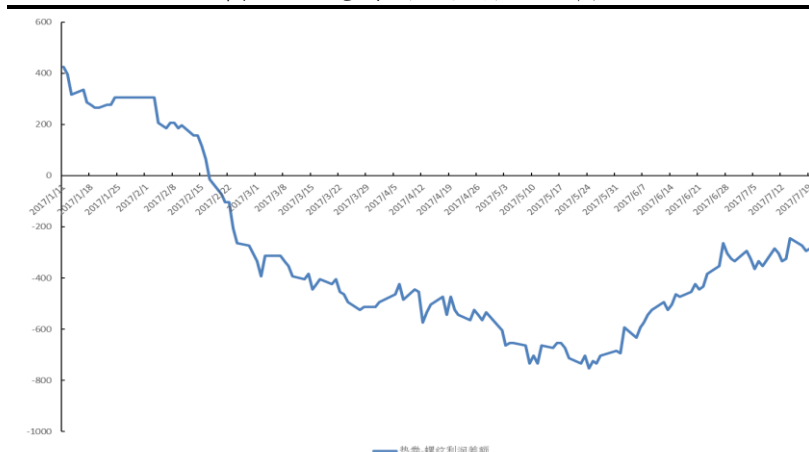
图表42: 上半年长材利润明显跑赢板材



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

展望后半年,我们认为下半年板材的盈利弹性更大,主要原因有两点。一是上半年长材的高盈利使得大量的钢坯被转化为长材,板材的产能受到了一定的压缩。即长材的供需格局改善传导到了板材端。此外,三季度是传统的板材需求旺季,汽车、家电等下游行业会开始在三季度储备板材,以应对春节的销售高峰期。此外,我们预计随着各地装配式建筑项目的陆续落地,建筑行业对于板材的需求极有可能超市市场预期。目前无论是从库存数据还是我们的草根调研都显示,目前板材的供需格局要好于往年,根据我们的观测,目前热卷与螺纹钢的利润差距正在逐渐收窄中。因此这个时点我们优先推荐板材标的。

图表43: 卷螺利润差额正逐渐收敛



资料来源: Wind 资讯、方正证券研究所

6 盈利预测与投资建议

目前公司吨钢市值为 880 元/吨, 排名上市公司倒数第二, 仅高于一季度亏损的安阳钢铁。预计 2017/2018/2019 年净利润分别为 20.6/23.8/26.6 亿元, 对应 PE 分别为 7.5/6.5/5.8。给予“强烈推荐”评级。另外, 公司公告称华菱集团拟自公司股票复牌后的 6 个月内根据, 累计增持金额不少于人民币 1 亿元。体现出大股东对于公司未来发展的信心。

图表44: 可比公司估值表

公司名称	最新市值(亿元)	钢材产能 (万吨)	吨钢市值 (元/吨)	PB (7 月 21 日)
安阳钢铁	73.73	938	785.99	1.59
*ST 华菱	154.40	1,755	879.78	2.36
八一钢铁	100.71	830	1213.39	4.07
凌钢股份	92.71	741	1251.08	1.73
新钢股份	134.05	1,000	1340.50	1.53
柳钢股份	135.57	1,000	1355.72	2.85
本钢板材	179.69	1,200	1497.44	1.38
河钢股份	474.65	3,000	1582.17	1.06
山东钢铁	246.30	1,510	1631.11	1.49
鞍钢股份	443.49	2,456	1805.76	0.98
南钢股份	178.29	940	1896.74	2.51
酒钢宏兴	192.29	1,000	1922.85	2.05
韶钢松山	136.22	700	1945.99	21.74
马钢股份	348.84	1,700	2052.01	1.69
首钢股份	393.53	1,720	2287.97	1.47
太钢不锈	266.58	1,150	2318.13	1.18
三钢闽光	215.11	830	2591.66	2.89
大冶特钢	55.46	210	2640.81	1.50
新兴铸管	253.42	790	3207.86	1.32

西宁特钢	56.96	160	3559.93	1.98
方大特钢	147.59	384	3848.61	5.67
杭钢股份	196.92	400	4922.90	1.32
宝钢股份	1653.28	2,480	6666.45	1.11
包钢股份	1144.18	1,617	7075.97	2.41
沙钢股份	355.73	272	13078.37	12.46
抚顺特钢	89.70	60	14950.00	4.45

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

图表45: 产品收入预测表

	2016A	2017E	2018E	2019E
钢材				
销售量(万吨)	1514.6	1500.0	1500.0	1500.0
吨钢收入(元)	3297.9	5926.8	6519.4	6845.4
吨钢成本(元)	3070.9	5477.1	6024.8	6326.0
吨钢毛利(元)	227.0	449.7	494.6	519.4
收入(亿元)	499.5	889.0	977.9	1026.8
成本(亿元)	465.1	821.6	903.7	948.9
毛利(亿元)	34.4	67.4	74.2	77.9

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	23732.67	24026.83	31813.64	38042.34	营业总收入	49949.62	88901.33	97791.46	102681.03
现金	6683.88	8887.22	15384.70	20835.27	营业成本	46512.15	82156.40	90372.03	94890.64
应收账款	2451.91	2045.95	2314.84	2475.60	营业税金及附加	292.11	411.93	491.60	530.81
其它应收款	143.08	146.14	160.75	168.79	营业费用	884.17	622.31	684.54	718.77
预付账款	1017.98	1068.03	1174.84	1233.58	管理费用	1359.89	1244.62	1369.08	1437.53
存货	8516.41	6913.61	7588.86	7960.26	财务费用	2316.17	1248.72	1182.62	987.69
其他	4919.41	4965.88	5189.64	5368.84	资产减值损失	429.80	97.43	74.04	53.58
非流动资产	47213.29	44607.14	40912.45	37157.23	公允价值变动收益	25.14	100.00	120.00	135.00
长期投资	267.66	257.66	227.66	277.66	投资净收益	57.17	43.28	53.63	51.36
固定资产	42702.33	40171.44	36555.92	32799.37	营业利润	-1762.37	3263.21	3791.18	4248.36
无形资产	3913.93	3848.67	3799.49	3750.83	营业外收入	143.93	0.00	0.00	0.00
其他	329.38	329.38	329.38	329.38	营业外支出	49.95	0.00	0.00	0.00
资产总计	70945.96	68633.97	72726.08	75199.57	利润总额	-1668.39	3384.14	3898.63	4362.56
流动负债	56886.31	52036.22	53204.36	52405.92	所得税	-115.46	846.03	974.66	1090.64
短期借款	27376.16	27376.16	27376.16	27376.16	净利润	-1552.93	2538.10	2923.98	3271.92
应付账款	4768.47	3376.29	3466.32	3379.67	少数股东损益	-497.76	473.78	545.81	610.76
其他	24741.68	21283.76	22361.87	21650.10	归属母公司净利润	-1055.17	2064.32	2378.17	2661.16
非流动负债	4762.92	4762.92	4762.92	4762.92	EBITDA	3807.22	7320.68	7781.53	8007.89
长期借款	3449.31	3449.31	3449.31	3449.31	EPS (元)	-0.35	0.68	0.79	0.88
其他	1313.61	1313.61	1313.61	1313.61					
负债合计	61649.23	56799.14	57967.28	57168.84	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	3057.51	3531.29	4077.10	4687.86	成长能力				
股本	3015.65	3015.65	3015.65	3015.65	营业收入	0.20	0.78	0.10	0.05
资本公积	7027.19	7027.19	7027.19	7027.19	营业利润	0.59	扭亏	0.16	0.12
留存收益	-3833.72	-1769.40	608.77	3269.93	归属母公司净利润	0.64	扭亏	0.15	0.12
归属母公司股东权益	6239.22	8303.54	10681.71	13342.87	获利能力				
负债和股东权益	70945.96	68633.97	72726.08	75199.57	毛利率	0.07	0.08	0.08	0.08
					净利率	-0.02	0.02	0.02	0.03
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	-0.17	0.25	0.22	0.20
经营活动现金流	6600.45	3824.43	6998.25	5883.64	ROIC	0.02	0.10	0.12	0.13
净利润	-1552.93	2538.10	2923.98	3271.92	偿债能力				
折旧摊销	2905.93	2854.61	2907.32	2904.61	资产负债率	0.87	0.83	0.80	0.76
财务费用	1907.12	1449.23	1449.23	1449.23	净负债比率	5.25	3.94	3.07	2.45
投资损失	-57.17	-43.28	-53.63	-51.36	流动比率	0.42	0.46	0.60	0.73
营运资金变动	3064.28	-2850.73	-75.23	-1495.15	速动比率	0.27	0.33	0.46	0.57
其他	333.23	-123.50	-153.41	-195.61	营运能力				
投资活动现金流	-1144.05	-84.25	948.46	1016.16	总资产周转率	0.68	1.27	1.38	1.39
资本支出	-1084.02	-137.53	864.83	1014.80	应收账款周转率	21.24	40.41	47.80	46.74
长期投资	-279.69	-90.00	-90.00	-185.00	应付账款周转率	9.53	21.83	28.58	30.00
其他	219.65	143.28	173.63	186.36	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-8569.81	-1536.83	-1449.23	-1449.23	每股收益	-0.35	0.68	0.79	0.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	2.19	1.27	2.32	1.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.07	2.75	3.54	4.43
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	-32.87	-50.14	-50.45	P/E	0.00	7.48	6.49	5.80
其他	-8569.81	-1503.96	-1399.09	-1398.78	P/B	0.00	1.86	1.45	1.16
现金净增加额	-3113.41	2203.34	6497.48	5450.57	EV/EBITDA	6.84	3.26	2.23	1.49

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com