

\*ST 华菱 (000932)

2017-7-31

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 维持

当前股价: 5.44 元

分析师 王鹤涛

☎ (8621) 68751691

✉ 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 易豪

☎ (8621) 68751760

✉ yihong@cjsc.com.cn

| 公司基本数据         | 2017.07.28 |
|----------------|------------|
| 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)       | 242        |
| 市净率 (当前)       | 2.51       |
| 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

《回归钢铁, 重启光荣之路》2017-7-10

《上半年业绩增亏, 转型“金融+节能发电”值得期待》2016-8-31

# 为什么当前时点值得配置 ST 华菱

## ■ 引言: 怎样看待华菱吨钢市值持续低位

华菱钢铁在上市钢铁企业中一贯以吨钢市值较低而为市场所识, 2006 年以来, 公司吨钢市值在钢铁行业中几乎一直排名靠后。那么, 究竟该怎样看待华菱钢铁吨钢市值持续低位? 本文将详细解答。

## ■ 吨钢市值: 投资重置成本&现金流预期

所谓“吨钢市值”是指钢企总市值与粗钢产能之商, 其反应的实质意义包括两方面, 一方面, 可以近似看作如果构建一个与目标上市钢企同类型钢铁企业所需的吨钢投资重置成本, 是一种静态的成本角度考量, 另一方面, 也可以简单认为是市场对于目标钢厂单位产能未来所有现金流折现的预期结果, 是一种动态的收益角度考量。显然, 吨钢市值的大小, 理应与钢铁行业所处历史阶段及不同钢企盈利能力相关, 同时, 由于收益角度相比于成本角度考虑因素更为动态, 在流动性较好的二级市场公允性更强, 理当更为适用。

## ■ 重组磨合与产品受限拉低华菱吨钢市值

之所以过去华菱钢铁吨钢市值持续处于行业低位, 是因为受制于重组磨合、产品结构等原因, 公司盈利能力持续低于行业均值。具体而言, 过往的并购重组与产能扩张导致公司资产结构恶化, 杠杆率高企加重公司财务费用负担, 并购磨合也带来了此前管理费用高企、资产周转率低下等经营效率不足问题。与此同时, 下游造船、油气领域低迷叠加认证周期限制, 公司中厚板、钢管、汽车板等领域过去几年持续拖累公司毛利率, 更加重了公司经营压力。

## ■ 今非昔比, 吨钢市值存在修复基础

尽管公司经营方面过去存在种种弊病, 但随着经营管理磨合、资产与产品结构优化等, 公司盈利能力已经出现改观并有望继续回归甚至超越行业平均水平, 公司吨钢市值由此存在修复基础。一方面, 随着经营管理逐渐磨合, 公司经营效率不断提升, 管理费用率与资产周转率逐步回归至行业平均水平, 降本增效工作也得以有序开展; 另一方面, 由集团层面自上而下开启的系列降杠杆措施有望削减公司财务负担, 中厚板、钢管领域品种结构调整致使公司短板得以弥补, 高端汽车板认证周期结束更有望托举公司盈利新起点。

## ■ PE 估值约 7 倍, 估值具备优势, 建议配置

华菱钢铁目前吨钢市值 965 元/吨, 与行业内对标普钢企业平均吨钢市值 1637 元/吨相比, 差距 672 元/吨, 如若公司吨钢市值恢复到对标普钢企业平均水平, 则公司估值修复空间高达 70%。预计公司 2017 年、2018 年 EPS 为 0.78 元、0.81 元, 对应 PE 分别仅为 6.97 倍、6.69 倍, 继续予以推荐。

**风险提示:** 1. 钢铁行业需求超预期波动。

## 目录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 引言：该怎样看待华菱吨钢市值持续低位？    | 4  |
| 吨钢市值：投资重置成本&现金流预期      | 4  |
| 阶段性预期的差异，吨钢市值动态波动      | 4  |
| 盈利能力不同，钢企吨钢市值各异        | 6  |
| 重组磨合与产品受限拉低华菱吨钢市值      | 7  |
| 并购重组&产能扩张致债台高筑、管理欠佳    | 9  |
| 下游惨淡、认证受限，钢管/板材拖累毛利    | 10 |
| 今非昔比，公司吨钢市值存在修复基础      | 12 |
| 降杠杆通道开启，有望削减费用         | 12 |
| 经营不断磨合，效率全面提升          | 13 |
| 品种结构优化，景气拐点来临          | 13 |
| 汽车板认证周期结束，盈利步入快车道      | 13 |
| 优化中板、钢管下游结构，短板得以弥补     | 14 |
| PE 估值约 7 倍，估值具备优势，建议配置 | 14 |

## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1：宝钢股份吨钢市值在不同发展阶段波动较大（单位：元/吨）         | 5  |
| 图 2：DCF 估值模型考虑的参数                       | 6  |
| 图 3：不同钢厂在同一历史发展阶段，所具有的吨钢市值也不尽相同（单位：元/吨） | 6  |
| 图 4：华菱钢铁近 10 年来 ROE 多数情况下低于行业平均水平       | 7  |
| 图 5：华菱钢铁 ROE 低位主要源于净利率低于行业平均水平          | 7  |
| 图 6：华菱钢铁资产周转率低于行业平均水平                   | 8  |
| 图 7：华菱钢铁杠杆率水平高于行业均值                     | 8  |
| 图 8：华菱钢铁非流动资产周转率低于行业均值                  | 8  |
| 图 9：华菱钢铁流动资产周转率低于行业均值                   | 8  |
| 图 10：近两年来华菱钢铁毛利率低于行业平均水平                | 8  |
| 图 11：近两年来华菱钢铁期间费用率远高于行业平均水平             | 8  |
| 图 12：华菱钢铁销售费用率低于行业平均水平                  | 9  |
| 图 13：华菱钢铁管理费用率与行业平均水平相当                 | 9  |
| 图 14：近年来华菱钢铁财务费用率大幅上升                   | 9  |
| 图 15：华菱钢铁资产负债率水平常年高于行业均值                | 9  |
| 图 16：2010 年以来华菱钢铁多数年份的毛利率水平低于可比公司均值     | 10 |
| 图 17：全国新接船舶订单量增速呈逐年下降态势（单位：万吨）          | 12 |
| 图 18：全国手持船舶订单增速呈逐年下降态势（单位：万吨）           | 12 |

|                                                                 |    |
|-----------------------------------------------------------------|----|
| 图 19: 2014 年至 2016 年油气行业投资增速不断下滑 (单位: 亿元) .....                 | 12 |
| 图 20: 2014 年至 2016 年国内无缝管价格不断下滑 (单位: 元/吨) .....                 | 12 |
| 图 21: 2017 年以来人民币贬值压力降低 .....                                   | 13 |
| 图 22: 2017 年油气行业投资增速呈现触底反弹 (单位: 亿元) .....                       | 14 |
| 图 23: 2016 年下半年来国内无缝管价格整体呈回升态势 (单位: 元/吨) .....                  | 14 |
| 图 24: 华菱钢铁吨钢市值 965, 与在对标普钢企业平均吨钢市值 1637, 相距 70% (单位: 元/吨) ..... | 15 |

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 表 1: 2006 年以来, 华菱钢铁吨钢市值持续处于低位 .....                        | 4  |
| 表 2: 宝武合并后产能为 4551 万吨 .....                                | 5  |
| 表 3: 湛江钢铁设计钢材产能 689 万吨 .....                               | 5  |
| 表 4: 公司资产负债率大幅提高的主要原因是并购重组及产能扩张 .....                      | 9  |
| 表 5: 华菱钢铁 2014 年以来毛利率和长、板材分产品毛利率行业比较 .....                 | 10 |
| 表 6: 华菱钢铁主要子公司经营数据 .....                                   | 11 |
| 表 7: 经测算, 公司自发电比例自 2013 年的 56.31% 提升至 2016 年的 79.00% ..... | 13 |
| 表 8: 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 .....                    | 14 |

## 引言：该怎样看待华菱吨钢市值持续低位？

在上市钢铁企业中，华菱钢铁目前吨钢市值 965 元/吨，排名倒数第二，仅次于安阳钢铁。不仅如此，历史数据显示，2006 年以来，华菱钢铁吨钢市值在行业中几乎一直排名靠后。

那么，该怎样看待华菱钢铁吨钢市值持续低位？本文将详细解答。

表 1：2006 年以来，华菱钢铁吨钢市值持续处于低位

| 吨钢市值 | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014   | 2015   | 2016   |
|------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 华菱钢铁 | 27.27% | 13.33% | 21.43% | 35.71% | 7.14% | 6.67% | 6.25% | 6.25% | 18.75% | 12.50% | 12.50% |
| 排名分位 |        |        |        |        |       |       |       |       |        |        |        |
| 安阳钢铁 | 885    | 2617   |        |        |       | 1221  | 1105  | 576   | 577    | 1038   | 832    |
| 华菱钢铁 | 926    | 2016   | 2067   | 1761   | 1015  | 750   | 563   | 410   | 454    | 821    | 912    |
| 新钢股份 |        | 4285   | 3068   | 1600   | 1201  | 1098  | 809   | 685   | 620    | 1116   | 963    |
| 八一钢铁 | 523    | 1645   | 1696   | 1581   | 1543  | 1465  | 732   | 504   | 431    | 1421   | 1120   |
| 三钢闽光 |        | 2337   | 1794   | 1614   | 1519  | 1169  | 674   | 493   | 442    | 726    | 1151   |
| 河钢股份 |        | 3252   | 2963   | 1199   | 1252  | 994   | 1028  | 782   | 778    | 1640   | 1178   |
| 南钢股份 | 985    | 3080   | 2557   | 1859   | 1457  | 2133  | 1505  | 1378  | 1038   | 2133   | 1246   |
| 马钢股份 | 1901   | 4692   | 3231   | 2774   | 2216  | 1935  | 1348  | 1059  | 1118   | 2401   | 1535   |
| 鞍钢股份 | 2377   | 9244   | 7319   | 4492   | 3322  | 2479  | 1519  | 1220  | 1253   | 2251   | 1602   |
| 本钢板材 | 1060   | 5208   | 3539   | 2332   | 1904  | 1952  | 1266  | 938   | 1058   | 1651   | 1625   |
| 柳钢股份 |        | 5614   | 4351   | 3554   | 2878  | 2111  | 1571  | 1205  | 1191   | 2536   | 1789   |
| 凌钢股份 | 957    | 2460   | 2948   | 2416   | 2129  | 1862  | 1059  | 569   | 519    | 1368   | 1894   |
| 首钢股份 | 1445   | 4249   | 5598   | 5050   | 4337  | 5346  | 3799  | 3268  | 1923   | 3808   | 1897   |
| 韶钢松山 | 968    | 3089   | 2688   | 2156   | 1624  | 1163  | 774   | 660   | 807    | 2774   | 2032   |
| 山东钢铁 |        |        |        |        |       |       | 1134  | 1093  | 996    | 2561   | 2774   |
| 酒钢宏兴 | 1019   | 3852   | 3179   | 1846   | 2723  | 2450  | 1508  | 1599  | 1626   | 4038   | 3195   |

资料来源：Wind，长江证券研究所

注：以公司公布的钢材产量数据计算吨钢市值

## 吨钢市值：投资重置成本&现金流预期

在辨析吨钢市值持续低位之前，我们需要首先理解吨钢市值的概念，顾名思义，所谓“吨钢市值”是指上市钢企总市值与粗钢产能之商，即吨钢市值=总市值/粗钢产能。

从指标结构上不难理解，吨钢市值反应的实质意义包括两方面，一方面，可以近似看作如果构建一个与目标上市钢企同类型的钢铁企业，所需要的吨钢投资重置成本，是一种静态的考量，另一方面，也可以简单认为是市场对于目标钢厂单位产能未来所有现金流折现的预期结果，是一种动态的考量。

显然，吨钢市值的大小，理应与钢铁行业所处历史阶段及不同钢企盈利能力相关。

## 阶段性预期的差异，吨钢市值动态波动

首先，如果把吨钢市值理解为吨钢投资重置成本，那么理论上讲，目标钢厂吨钢市值应当与其重置成本相当，不过，事实或许并非如此。

以宝钢股份为例，合并主体目前产能 4551 万吨，最新股份总市值 1574 亿元，对应吨钢市值约 3459 元/吨。简单从宝钢股份湛江钢铁基地投资情况来看，湛江钢铁工程总投资 470 亿，年产铁水 823 万吨、钢水 892.8 万吨、连铸坯 874.9 万吨、钢材 689 万吨，对应吨钢建设成本约为 5372 元/吨，可见，宝钢股份当前吨钢市值整体低于其重置成本。

当然，如果考虑到，一方面，湛江钢铁基地是在行业景气低迷阶段投建，理论上其吨钢建设成本在宝钢股份各大生产基地中应当处于低位，另一方面，宝钢股份其他生产基地成新率各不相同，宝钢股份当前吨钢市值与其重置成本之间大小比较将更为复杂。

表 2：宝武合并后产能为 4551 万吨

| 指标   | 钢材产能（万吨） | 2016 钢材产量（万吨） | 2016 产能利用率           |
|------|----------|---------------|----------------------|
| 宝钢股份 | 3000     | 2409          | 80.30%（湛江16年中期才完全投产） |
| 武钢股份 | 1551     | 1452          | 93.62%               |
| 合计   | 4551     | 3861          | 84.84%（湛江16年中期才完全投产） |

资料来源：公司公告，债券评级报告，长江证券研究所

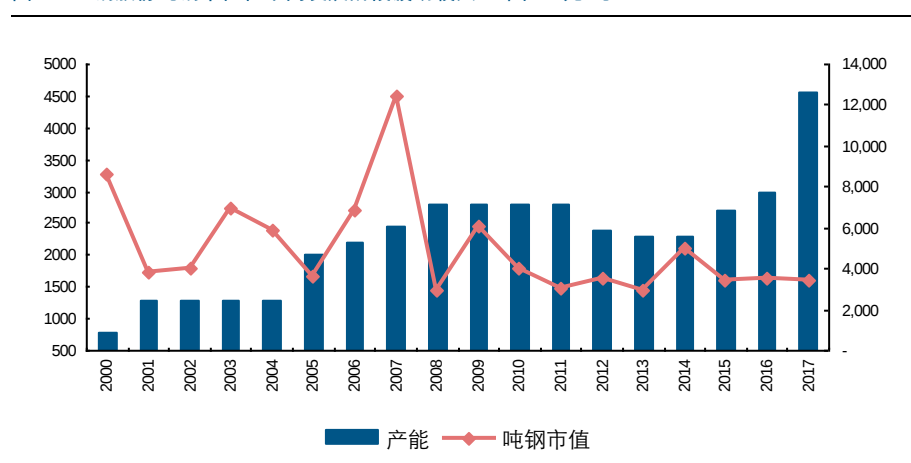
表 3：湛江钢铁设计钢材产能 689 万吨

| 项目        | 说明                                                |
|-----------|---------------------------------------------------|
| 总投资       | 470 亿元                                            |
| 设计产能      | 设计年产铁水 823 万吨、钢水 892.8 万吨、连铸坯 874.9 万吨、钢材 689 万吨。 |
| 2016 年产量  | 铁水全年产量达到 559 万吨，钢坯产量 555 万吨，商品坯材产量 507 万吨。        |
| 吨钢投资（元/吨） | 5372                                              |

资料来源：Wind，债券评级报告，长江证券研究所

我们可以简单将目标钢厂吨钢市值与其重置成本之间的差异，理解为是价格（吨钢市值）对价值（重置成本）的阶段性偏离。即，如果将目标钢厂吨钢重置成本看作其内在价值，将吨钢市值看作是其市场定价的话，那么，吨钢市值与重置成本之间的差异，本质上是在钢铁行业不同发展阶段，价格（吨钢市值）围绕价值（重置成本）波动的结果，而价格容易受到钢铁行业不同发展阶段“供需状况”影响。

图 1：宝钢股份吨钢市值在不同发展阶段波动较大（单位：元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

其次，根据 DCF 估值两阶段模型，企业自由现金流折现包括预测期与后续期现金流两部分，而对于钢铁这种周期性行业而言，由于“后续期”现金流的相对合理假设始终为某种均衡状态下的稳定现金流，那么，市场在行业不同发展阶段赋予其预测期现金流不同，应是其作为最终估价的吨钢市值在不同时期波动的关键。

DCF 两阶段模型公式：实体价值 = 预测期实体现金流量现值 + 后续期价值的现值

图 2：DCF 估值模型考虑的参数



资料来源：长江证券研究所

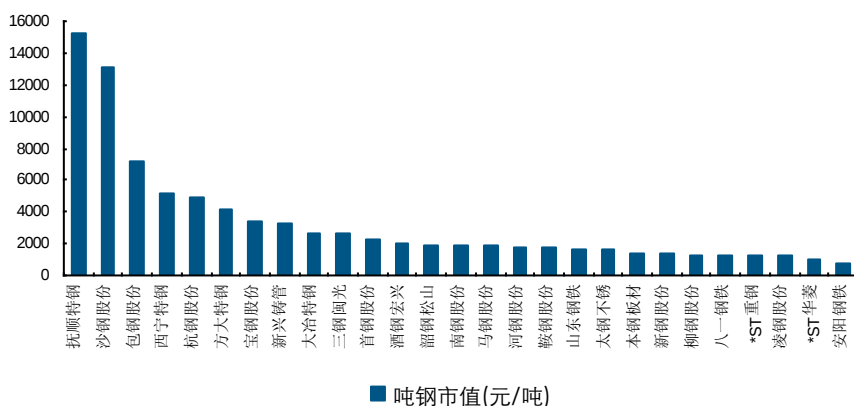
## 盈利能力不同，钢企吨钢市值各异

不同钢企吨钢市值存在差异，同样可以从吨钢重置成本与现金流预期两个角度理解。

首先，不同钢企吨钢建设成本与成新率不同，导致其目前彰显内在价值的重置成本存在差异，那么作为目标钢企市场估价的吨钢市值波动的中枢也就自然不同。

其次，在 DCF 模型中，除了行业发展阶段不同之外，钢企吨钢市值差异的背后，也代表着市场对于不同钢厂单位产能获取现金流能力的预期不同，因此，一个钢厂的吨钢市值与其产品结构、经营管理、区域优劣等密不可分，同一历史发展阶段的不同钢厂，所对应的吨钢市值自然也不尽相同。

图 3：不同钢厂在同一历史发展阶段，所具有的吨钢市值也不尽相同（单位：元/吨）



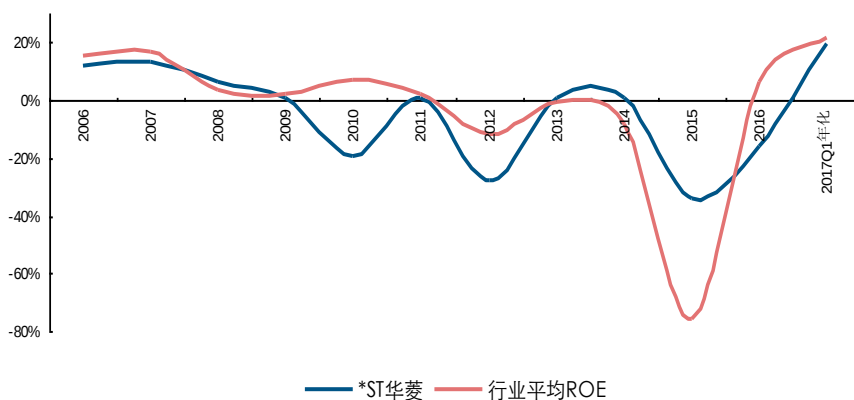
资料来源：Wind，长江证券研究所

在这两种吨钢市值理解方式中，如果将“重置成本”方式看作是成本角度，那么“现金流预期”方式便是收益角度，由于收益角度相比于成本角度考虑因素更为动态，在流动性较好的二级市场公允性更强，理当更为适用。因此，下文我们主要从“现金流预期”角度分析华菱钢铁吨钢市值问题。

## 重组磨合与产品受限拉低华菱吨钢市值

吨钢市值是市场对于目标钢企未来所有现金流折现的预期结果，本质上取决于目标钢企盈利能力，之所以华菱钢铁过去几年吨钢市值持续排名靠后，的确与其盈利能力一直低于行业平均水平不无关系：华菱钢铁近 10 年 ROE 多数情况下，低于行业平均水平。

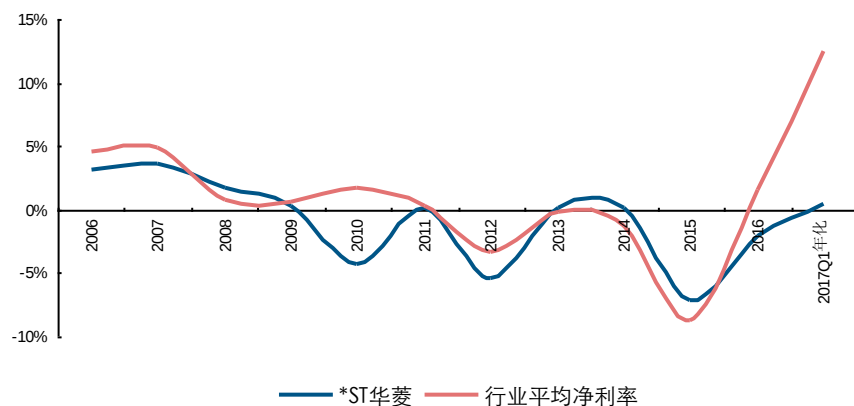
图 4：华菱钢铁近 10 年来 ROE 多数情况下低于行业平均水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

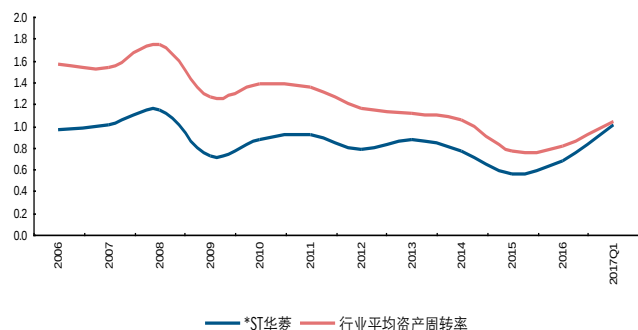
根据杜邦分析可知，总资产周转率和净利率水平平均低于行业均值，是华菱钢铁最终 ROE 水平低于行业均值的核心原因。

图 5：华菱钢铁 ROE 低位主要源于净利率低于行业平均水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

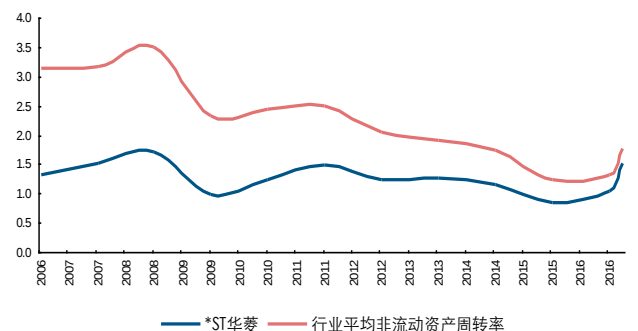
图 6：华菱钢铁资产周转率低于行业平均水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

进一步分析可知，华菱钢铁总资产周转率较低，是其流动资产周转率与非流动资产周转率均表现不佳的综合结果。

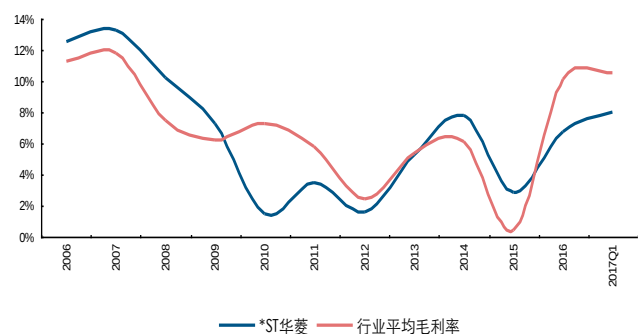
图 8：华菱钢铁非流动资产周转率低于行业均值



资料来源：Wind，长江证券研究所

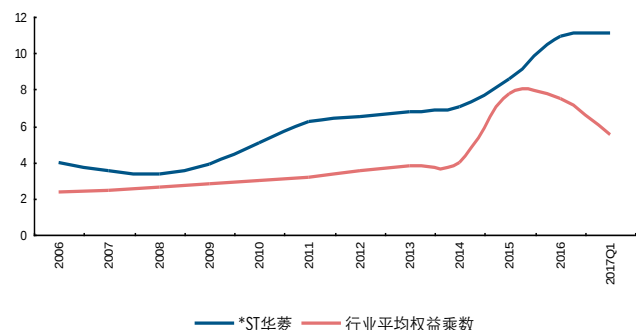
而公司毛利率较低但期间费用率较高，共同造成了华菱钢铁净利率近年来持续处于行业相对低位。

图 10：近两年来华菱钢铁毛利率低于行业平均水平



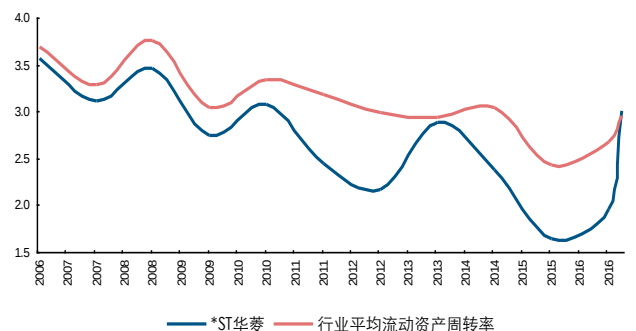
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：华菱钢铁杠杆率水平高于行业均值



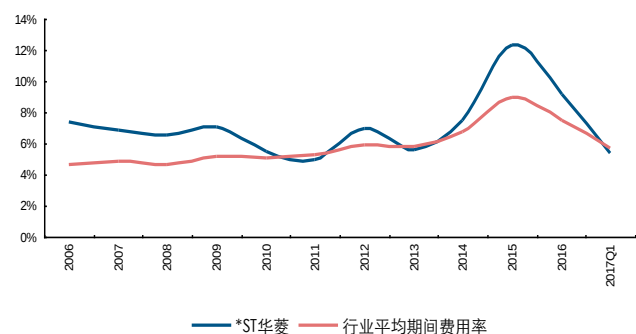
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：华菱钢铁流动资产周转率低于行业均值



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：近两年来华菱钢铁期间费用率远高于行业平均水平

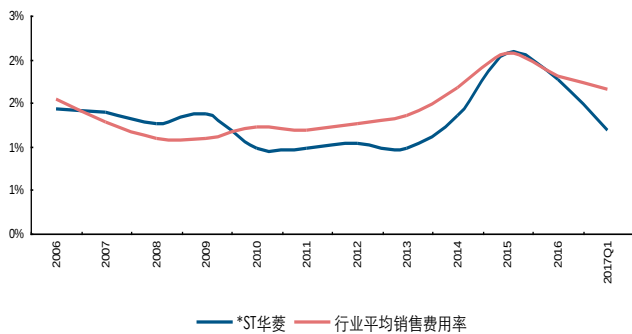


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 并购重组&产能扩张致债台高筑、管理欠佳

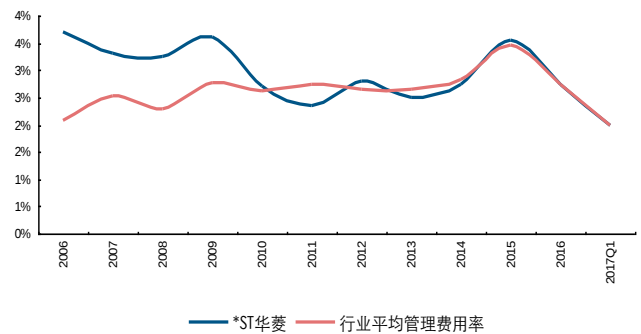
进一步拆分公司期间费用率等指标，我们发现，除了 2014、2015 年受人民币汇率变动偶然因素影响，公司财务费用分别同比高增 50.17%、45.81% 之外，资产负债率高企导致整体财务负担沉重，是公司近年期间费用率持续居高不下的症结所在，而这一切或许都与公司曾经的并购重组与产能扩张相关。

图 12：华菱钢铁销售费用率低于行业平均水平



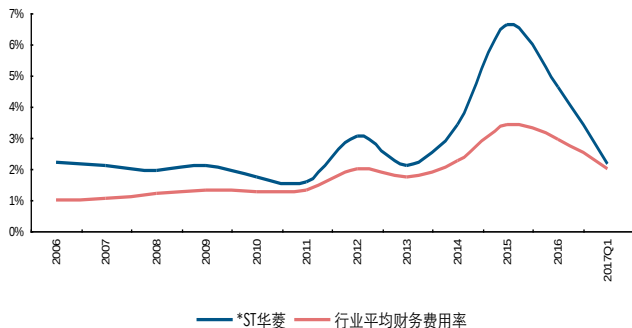
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：华菱钢铁管理费用率与行业平均水平相当



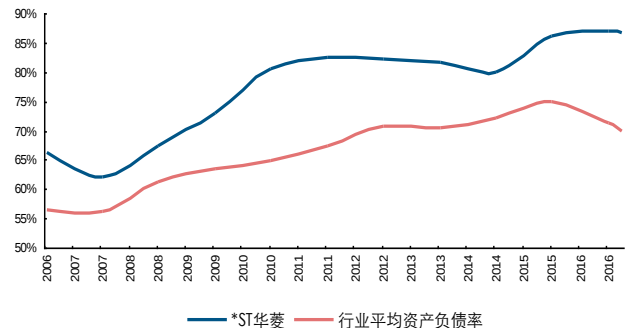
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：近年来华菱钢铁财务费用率大幅上升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：华菱钢铁资产负债率水平常年高于行业均值



资料来源：Wind，长江证券研究所

回顾公司发展史，我们发现，华菱钢铁几乎每一次资产负债率跳增，均伴随着并购重组与产能扩张，资产结构恶化致使公司在面对 2011 年以后的行业低迷时雪上加霜。而并购重组过程中的协同效应并不能一蹴而就，或许是造成公司后续经营效率相对不足，流动资产周转率与非流动资产周转率均较低的重要原因之一。

表 4：公司资产负债率大幅提高的主要原因是并购重组及产能扩张

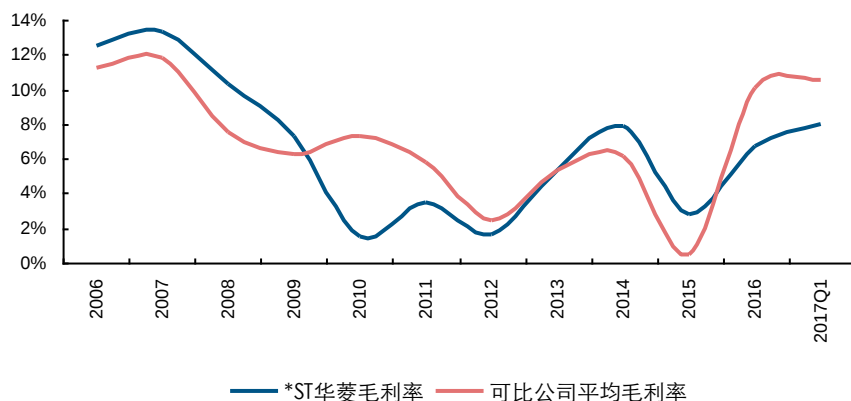
| 时间     | 资产负债率             | 主要原因                          |
|--------|-------------------|-------------------------------|
| 2004 年 | 44.54% 提高到 63.27% | 因湘钢集团重组进入华菱湘钢，公司的短期长期借款余额大幅上升 |
| 2009 年 | 67.45% 提高到 72.93% | 子公司技改投入大，资金需求大，自有资金不足，导致借款增加  |
| 2010 年 | 72.93% 提高到 80.61% | 生产规模扩大，流动资金需求及技改投入借款所致        |

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 下游惨淡、认证受限，钢管/板材拖累毛利

华菱钢铁毛利率较低同样限制其净利润水平。自 2010 年以来，除 2014 年和 2015 年以外，其余年份包括 2017 年一季度，华菱钢铁毛利率水平均低于可比公司均值，可见其产品盈利状况与同行业相比存在差距。

图 16：2010 年以来华菱钢铁多数年份的毛利率水平低于可比公司均值



资料来源：Wind，长江证券研究所

分品种来看，从 2014 年开始才公布的分产品经营数据中对比可知，华菱钢铁产品结构中，除长材毛利率较可比公司平均水平高以外，板材产品毛利率水平和行业均值相比存在一定劣势，钢管产品毛利率从 2014 年开始则一路走低。

表 5：华菱钢铁 2014 年以来毛利率和长、板材分产品毛利率行业比较

| 华菱钢铁毛利率 | 2014年  | 2015年   | 2016年  |
|---------|--------|---------|--------|
| 产品      | 7.95%  | 3.03%   | 6.97%  |
| 板材      | 8.92%  | 3.43%   | 7.21%  |
| 长材      | 4.65%  | 1.45%   | 10.36% |
| 钢管      | 13.06% | 7.71%   | -0.42% |
| 长材类毛利率比 | 2014年  | 2015年   | 2016年  |
| 华菱钢铁长材类 | 4.65%  | 1.45%   | 10.36% |
| 三钢闽光    | 3.15%  | -4.48%  | 12.52% |
| 韶钢松山    | -1.22% | -12.39% | 4.63%  |
| 新钢股份    | 6.36%  | 6.96%   | 9.56%  |
| 八一钢铁    |        |         | 12.43% |
| 凌钢股份    | 1.99%  | 0.42%   | 5.01%  |
| 安阳钢铁    | 4.16%  |         | 5.74%  |
| 平均值     | 2.89%  | -2.37%  | 8.32%  |
| 板材类毛利率  | 2014年  | 2015年   | 2016年  |
| 华菱钢铁板材类 | 8.92%  | 3.43%   | 7.21%  |
| 首钢股份    | 17.31% | 2.36%   | 48.44% |
| 鞍钢股份    | 11.55% | 6.24%   | 13.30% |
| 山东钢铁    | 7.33%  | 2.51%   | 1.39%  |

|      |        |       |        |
|------|--------|-------|--------|
| 本钢板材 | 6.60%  |       | 13.37% |
| 新钢股份 | 9.14%  | 2.93% | 8.90%  |
| 安阳钢铁 | 8.59%  | 1.50% | 9.90%  |
| 平均值  | 10.09% | 3.11% | 15.88% |

资料来源：Wind，长江证券研究所

深究其原因，板材产品毛利率水平较低主要源于汽车板和中厚板两大产品掣肘。

首先，由于子公司华菱安赛乐米塔尔汽车板公司的汽车板产线在 2014 年 6 月投产后，产品直至 2016 年才相继获得认证，期间子公司一直处于亏损状态，自 2016 年 12 月份起才实现扭亏为盈；其次，由于之前公司中厚板产品主要供应造船厂，下游造船领域持续低迷致使公司中厚板盈利较差，2014 年开始全国新增船舶订单增速和手持订单增速均不断下滑以及中厚板业务所在湘钢公司近几年业绩低迷便可验证。

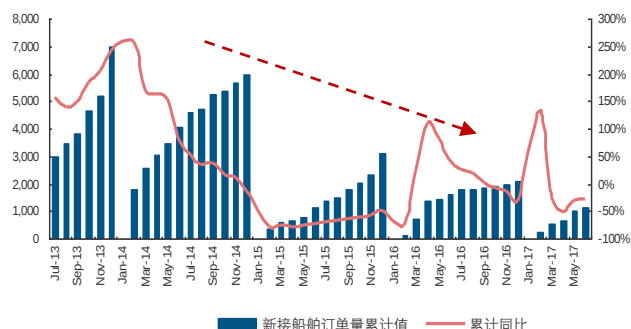
钢管方面业绩下滑的主要原因是公司钢管此前主要应用下游——油气领域羸弱，2015 年及 2016 年石油和天然气开采业固定资产投资完成额累积同比分别下降 5.7%及 31.90%，需求低迷价格回落使得钢管业务盈利一路下滑。

表 6：华菱钢铁主要子公司经营数据

| 被参控公司           | 营业收入   |        |            |         |         |
|-----------------|--------|--------|------------|---------|---------|
|                 | 2012   | 2013   | 2014       | 2015    | 2016    |
| 华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司 |        |        | 0.0027     | 9.59    | 22.31   |
| 湖南华菱涟源钢铁有限公司    | 249.24 | 249.94 | 240.72     | 170.97  | 211.66  |
| 衡阳华菱钢管有限公司      | 80.17  | 72.77  | 65.19      | 50.57   | 45.25   |
| 湖南华菱湘潭钢铁有限公司    | 264.95 | 263.30 | 240.36     | 179.68  | 220.45  |
| 被参控公司           | 净利润    |        |            |         |         |
|                 | 2012   | 2013   | 2014       | 2015    | 2016    |
| 华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司 |        |        | -0.39      | -5.64   | -3.84   |
| 湖南华菱涟源钢铁有限公司    | -11.50 | 0.49   | 0.92       | -16.50  | 1.62    |
| 衡阳华菱钢管有限公司      | -2.78  | 0.11   | 0.04       | -5.58   | -13.93  |
| 湖南华菱湘潭钢铁有限公司    | -21.88 | 0.51   | 1.14       | -11.15  | 1.18    |
| 被参控公司           | 净利率    |        |            |         |         |
|                 | 2012   | 2013   | 2014       | 2015    | 2016    |
| 华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司 |        |        | -14500.00% | -58.80% | -17.20% |
| 湖南华菱涟源钢铁有限公司    | -4.62% | 0.20%  | 0.38%      | -9.65%  | 0.76%   |
| 衡阳华菱钢管有限公司      | -3.47% | 0.15%  | 0.06%      | -11.03% | -30.77% |
| 湖南华菱湘潭钢铁有限公司    | -8.26% | 0.19%  | 0.47%      | -6.20%  | 0.54%   |
| 华菱钢铁            | 2012   | 2013   | 2014       | 2015    | 2016    |
| 净利润             | -32.54 | 1.06   | 0.75       | -29.59  | -10.55  |
| 净利率             | -5.49% | 0.18%  | 0.13%      | -7.13%  | -2.11%  |

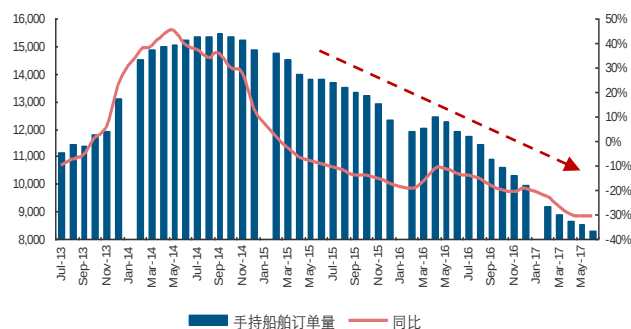
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：全国新接船舶订单量增速呈逐年下降态势（单位：万吨）



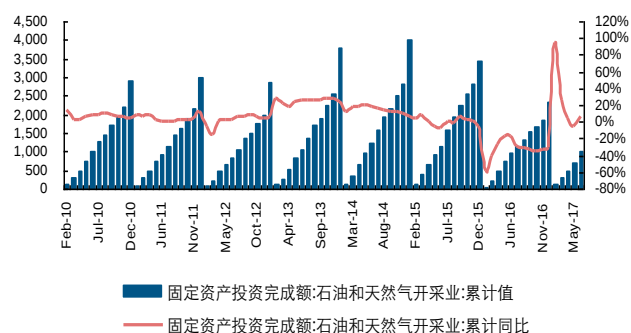
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：全国手持船舶订单量增速呈逐年下降态势（单位：万吨）



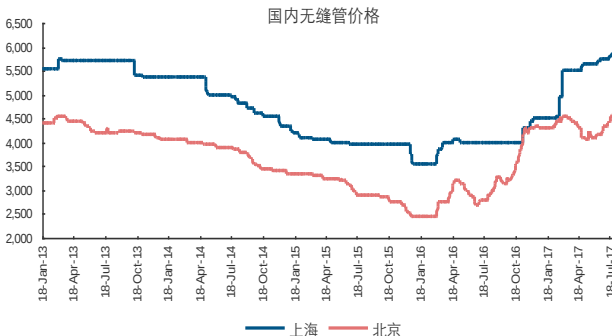
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：2014 年至 2016 年油气行业投资增速不断下滑（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：2014 年至 2016 年国内无缝管价格不断下滑（单位：元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 今非昔比，公司吨钢市值存在修复基础

尽管华菱钢铁经营方面过去存在种种弊病，但随着时间推移，公司经营管理磨合、资产与品种结构优化、认证周期结束等，公司近期变化明显。

### 降杠杆通道开启，有望削减费用

虽然华菱钢铁历史上财务费用负担重拖累公司经营，但值得注意的是，公司 2016 年财务费用同比减少 16.12%，财务费用率降低至 4.64%，虽仍高于行业均值，但差距已经缩小不少。2017 年 1 季度，公司资产负债率小幅降低至 86.5%，同时人民币兑美元汇率短期脱离贬值通道，华菱钢铁财务费用率进一步降低至 2.18%，与行业均值的差距已不足 0.2%。

同时，华菱钢铁近期公告浦发银行与公司控股股东华菱集团共同发起降杠杆项目，通过成立基金募集资金 125 亿元，专项用于对华菱集团进行权益性投资，目前已落地 45 亿元的降杠杆资金，主要用于偿还华菱集团的债务。控股股东还在与其他金融机构讨论降杠杆措施，公司也正在研究降低资产负债率、调整债务结构的一揽子解决措施，力争尽快使公司资产负债率降至行业平均水平，以降低财务成本，改善公司流动性。自此，我们认为，公司后续杠杆率有望进一步降低，相应财务费用也将得以有效削减，进而有助于提振公司盈利能力。

图 21：2017 年以来人民币贬值压力降低



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 经营不断磨合，效率全面提升

上文已经提到，可能是源于并购重组带来的经营效率不足的问题，随着时间推移，经营不断磨合，公司管理效率得以全面提升，这从公司流动资产周转率、非流动资产周转率及管理费用率逐渐接近甚至阶段性低于行业平均水平中可见一斑。

同时，在不断提升的经营效率带动下，公司降本增效工作也得以有效开展。其中，根据相关报道，随着自发电项目陆续投产，华菱涟钢自发电量与自发电比例逐年提高，年发电量从 2006 年的 6.42 亿 kWh 提高到 2012 年的 22.09 亿 kWh，股份公司层面，我们测算公司自发电比例自 2013 年的 56.31% 提升至 2016 年的 79.00%，能源成本得以大幅削减。

表 7：经测算，公司自发电比例自 2013 年的 56.31% 提升至 2016 年的 79.00%

| 年份           | 2016          | 2015          | 2014          | 2013          |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 自发电量（亿千瓦时）   | 62            | 54            | 51            | 42.5          |
| <b>自发电比例</b> | <b>79.00%</b> | <b>72.31%</b> | <b>66.78%</b> | <b>56.31%</b> |
| 总耗电量（亿千瓦时）   | 78.4810       | 74.6835       | 76.3713       | 75.4747       |
| 钢材产量（万吨）     | 1488          | 1416          | 1448          | 1431          |
| 吨钢耗电（万千瓦时/吨） | 0.0527        | 0.0527        | 0.0527        | 0.0527        |

资料来源：债券评级报告，长江证券研究所

注：吨钢耗电量由 2016 年自发电比例、自发电量和钢材产量计算得出，且假设 2013 年以来吨钢耗电不变

## 品种结构优化，景气拐点来临

### 汽车板认证周期结束，盈利步入快车道

随着公司汽车板产品在去年年底认证完毕，汽车板销量有望得到充分释放。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，借助世界第一大钢企安赛乐米塔尔在我国汽车客户销售渠道，1 季度汽车板业务实现营业利润 1005 万元。

凭借汽车板产品高强度、高品种优势，随着产品认证周期完成，华菱钢铁汽车板业务未来盈利能力将得以进一步提升，有望成为公司利润的重要新来源。

表 8：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家汽车主机厂和一级配套商工厂认证 | 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 |

资料来源：债券评级报告，公司公告，长江证券研究所

## 优化中板、钢管下游结构，短板得以弥补

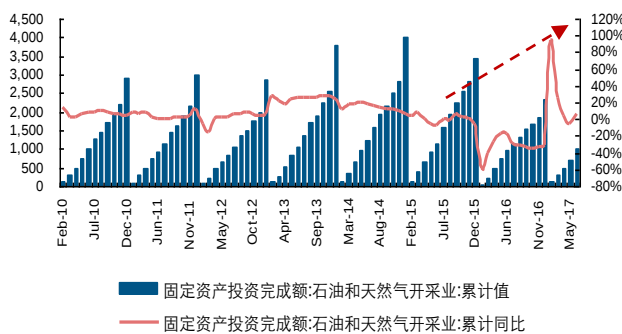
面对原下游行业景气下滑，公司对产品结构进行及时调整。

一方面，为应对船舶领域景气下滑，华菱钢铁将中厚板对造船厂的供应量由原来的 60% 缩减到目前的 33.33%，同时增加其工程机械、高层建筑、桥梁等高强钢领域供应。

另一方面，伴随油气行业投资惨淡，华菱钢铁将钢管在油气领域供应比例由此前的 60%-70% 下调至目前的三分之一左右，其余三分之二调整至对机械加工等行业供应。

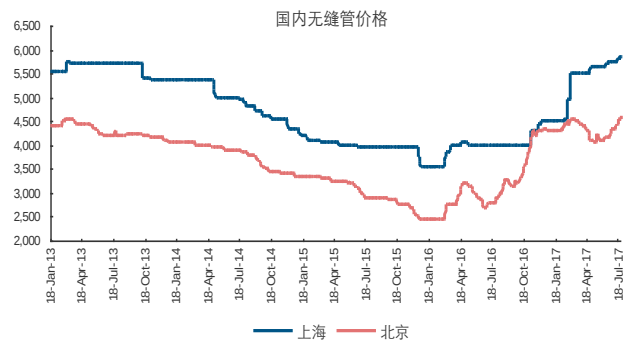
尽管产品结构调整面临着开拓新市场、组织新生产工艺等问题，需要投入大量时间与成本，但随着品种结构的优化，公司原有短板得以有效补充，将有利于公司盈利能力至少回归到行业平均水平，而原来油气管道领域近年来逐渐的景气好转，也为华菱钢铁钢管产品盈利状况实现底部回升提供一臂之力。

图 22：2017 年油气行业投资增速呈现触底反弹（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：2016 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

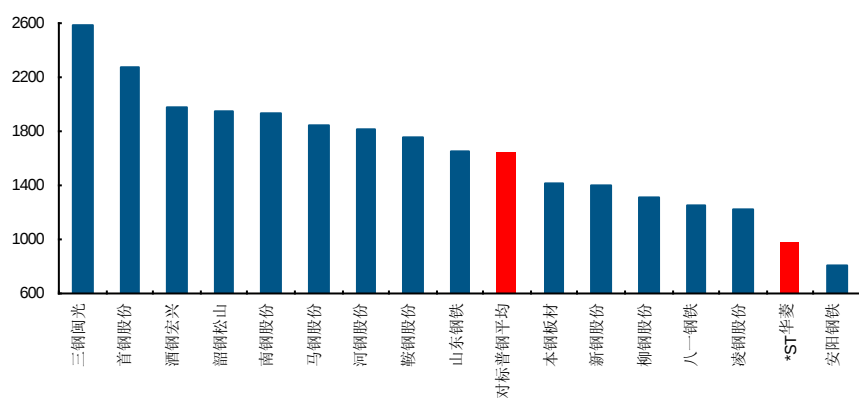
## PE 估值约 7 倍，估值具备优势，建议配置

随着公司杠杆率下降、经营管理改善、品种结构优化，华菱钢铁整体盈利能力有望至少回归行业平均水平，公司公告预计上半年归属于上市公司股东净利润 9 亿元-10 亿元，业绩增幅不逊于行业内对标普钢企业。

华菱钢铁目前吨钢市值 965 元/吨，与钢铁行业内对标普钢企业平均吨钢市值 1637 元/吨相比，差距 672 元/吨，如若公司吨钢市值恢复到对标普钢企业平均水平，则公司估值修复空间高达 70%。

预计公司 2017 年、2018 年 EPS 为 0.78 元、0.81 元，对应 PE 分别仅为 6.97 倍、6.69 倍，继续予以推荐。

图 24：华菱钢铁吨钢市值 965，与在对标普钢企业平均吨钢市值 1637，相距 70%（单位：元/吨）



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   | 62669  | 60101  | 58746  |
| 增长率(%)            | 20%     | 25%    | -4%    | -2%    |
| 归属母公司所有者净利润 (百万元) | -1055.2 | 2352.6 | 2451.2 | 2867.3 |
| 增长率(%)            | 64%     | 323%   | 4%     | 17%    |
| 每股收益(元)           | -0.350  | 0.780  | 0.813  | 0.951  |
| 净资产收益率 (%)        | -16.9%  | 27.4%  | 22.2%  | 20.6%  |
| 每股经营现金流 (元)       | 2.19    | 2.86   | 1.85   | 2.06   |

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)            |                |               |               |               | 资产负债表 (百万元)    |              |              |              |              |
|----------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                      | 2016A          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |                | 2016A        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
| <b>营业收入</b>          | <b>49950</b>   | <b>62669</b>  | <b>60101</b>  | <b>58746</b>  | 货币资金           | 6684         | 6267         | 6010         | 5875         |
| 营业成本                 | 46468          | 54782         | 52373         | 50650         | 交易性金融资产        | 613          | 613          | 613          | 613          |
| <b>毛利</b>            | <b>3482</b>    | <b>7887</b>   | <b>7728</b>   | <b>8096</b>   | 应收账款           | 2595         | 3256         | 3122         | 3052         |
| %营业收入                | 7.0%           | 12.6%         | 12.9%         | 13.8%         | 存货             | 8516         | 10036        | 9595         | 9278         |
| 营业税金及附加              | 292            | 366           | 351           | 344           | 预付账款           | 1018         | 1200         | 1147         | 1109         |
| %营业收入                | 0.6%           | 0.6%          | 0.6%          | 0.6%          | 其他流动资产         | 2568         | 3222         | 3090         | 3020         |
| 销售费用                 | 884            | 1109          | 1064          | 1040          | <b>流动资产合计</b>  | <b>23733</b> | <b>26774</b> | <b>25668</b> | <b>24991</b> |
| %营业收入                | 1.8%           | 1.8%          | 1.8%          | 1.8%          | 可供出售金融资产       | 67           | 67           | 67           | 67           |
| 管理费用                 | 1360           | 1706          | 1636          | 1599          | 持有至到期投资        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %营业收入                | 2.7%           | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          | 长期股权投资         | 200          | 200          | 200          | 200          |
| 财务费用                 | 2316           | 1383          | 1214          | 1064          | 投资性房地产         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %营业收入                | 4.6%           | 2.2%          | 2.0%          | 1.8%          | 固定资产合计         | 1710         | 4656         | 5986         | 7232         |
| 资产减值损失               | 430            | 0             | 0             | 0             | 无形资产           | 3914         | 3718         | 3532         | 3356         |
| 公允价值变动收益             | 25             | 0             | 0             | 0             | 商誉             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益                 | 57             | 0             | 0             | 0             | 递延所得税资产        | 321          | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>          | <b>-1718</b>   | <b>3322</b>   | <b>3462</b>   | <b>4049</b>   | 其他非流动资产        | 41000        | 41006        | 41011        | 41017        |
| %营业收入                | -3.4%          | 5.3%          | 5.8%          | 6.9%          | <b>资产总计</b>    | <b>70946</b> | <b>76421</b> | <b>76465</b> | <b>76863</b> |
| 营业外收支                | 94             | 0             | 0             | 0             | 短期贷款           | 29293        | 24769        | 21754        | 18051        |
| <b>利润总额</b>          | <b>-1668</b>   | <b>3322</b>   | <b>3462</b>   | <b>4049</b>   | 应付款项           | 17675        | 20829        | 19913        | 19256        |
| %营业收入                | -3.3%          | 5.3%          | 5.8%          | 6.9%          | 预收账款           | 4073         | 5111         | 4901         | 4791         |
| 所得税费用                | -115           | 127           | 132           | 155           | 应付职工薪酬         | 460          | 542          | 518          | 501          |
| 净利润                  | -1553          | 3196          | 3329          | 3895          | 应交税费           | 243          | 680          | 666          | 686          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>-1055.2</b> | <b>2352.6</b> | <b>2451.2</b> | <b>2867.3</b> | 其他流动负债         | 5142         | 6078         | 5812         | 5623         |
| 少数股东损益               | -498           | 843           | 878           | 1027          | <b>流动负债合计</b>  | <b>56886</b> | <b>58008</b> | <b>53563</b> | <b>48908</b> |
| <b>EPS (元/股)</b>     | <b>-0.35</b>   | <b>0.78</b>   | <b>0.81</b>   | <b>0.95</b>   | 长期借款           | 3449         | 3449         | 3449         | 3449         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b>   |                |               |               |               | 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                      | 2016A          | 2017E         | 2018E         | 2019E         | 递延所得税负债        | 2            | 0            | 0            | 0            |
| <b>经营活动现金流净额</b>     | <b>6600</b>    | <b>8616</b>   | <b>5574</b>   | <b>6219</b>   | 其他非流动负债        | 1312         | 2471         | 3630         | 4789         |
| 取得投资收益               | 58             | 0             | 0             | 0             | <b>负债合计</b>    | <b>61649</b> | <b>63929</b> | <b>60643</b> | <b>57146</b> |
| 长期股权投资               | 0              | 0             | 0             | 0             | 归属于母公司         | 6239         | 8592         | 11043        | 13910        |
| 无形资产投资               | 0              | 0             | 0             | 0             | 少数股东权益         | 3058         | 3900         | 4779         | 5806         |
| 固定资产投资               | -1084          | -3127         | -1601         | -1587         | <b>股东权益</b>    | <b>9297</b>  | <b>12492</b> | <b>15822</b> | <b>19716</b> |
| 其他                   | -60            | 0             | 0             | 0             | <b>负债及股东权益</b> | <b>70946</b> | <b>76421</b> | <b>76465</b> | <b>76863</b> |
| <b>投资活动现金流净额</b>     | <b>-1144</b>   | <b>-3127</b>  | <b>-1601</b>  | <b>-1587</b>  | <b>基本指标</b>    |              |              |              |              |
| 债券融资                 | 0              | 0             | 0             | 0             |                | 2016A        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
| 股权融资                 | 0              | 0             | 0             | 0             | EPS            | -0.350       | 0.780        | 0.813        | 0.951        |
| 银行贷款增加 (减少)          | -6243          | -4523         | -3015         | -3703         | BVPS           | 2.07         | 2.85         | 3.66         | 4.61         |
| 筹资成本                 | 1975           | -1383         | -1214         | -1064         | PE             | -15.55       | 6.97         | 6.69         | 5.72         |
| 其他                   | -4302          | 0             | 0             | 0             | PEG            | 0.06         | -0.03        | -0.03        | -0.02        |
| <b>筹资活动现金流净额</b>     | <b>-8570</b>   | <b>-5906</b>  | <b>-4230</b>  | <b>-4767</b>  | PB             | 2.63         | 1.91         | 1.49         | 1.18         |
| <b>现金净流量</b>         | <b>-3113</b>   | <b>-417</b>   | <b>-257</b>   | <b>-135</b>   | EV/EBITDA      | 12.12        | 7.55         | 6.93         | 5.69         |
|                      |                |               |               |               | ROE            | -16.9%       | 27.4%        | 22.2%        | 20.6%        |

## 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。