

证券研究报告—深度报告

黑色金属

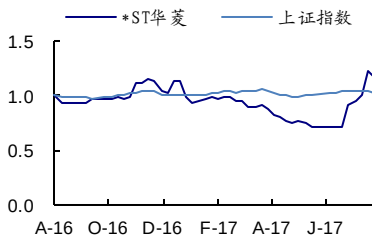
钢铁 II

***ST 华菱 (000932)**
增持

合理估值: 7.8 元 昨收盘: 6.34 元

2017 年 08 月 15 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,016/3,015
总市值/流通(百万元)	18,968/18,967
上证综指/深圳成指	3,209/10,291
12 个月最高/最低(元)	7.31/3.83

相关研究报告:

《华菱钢铁-000932-定向增发强化公司治理及控股权》——2011-01-26
 《华菱钢铁中报点评: 业绩增长尚待钢价回升》——2009-08-27
 《华菱钢铁: 优化产品结构乃发展之目标》——2008-12-16
 《国信证券-华菱管线: 内整外合, 产量增加与结构调整并行 20050204.pdf》——2005-02-04
 《国信证券-华菱管线: 外资收购意在长远 050117.pdf》——2005-01-17

联系人: 王海涛

电话: 010-88005311
 E-MAIL: wanghaitao@guosen.com.cn

联系人: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

雄关漫道, 砥砺前行

● 供给侧改革成果凸显, 钢材价格上涨促使企业扭亏为盈

2016 年开始, 国家大力推进供给侧结构改革, 2016 年钢铁去产能 6500 万吨, 2017 年 1-5 月去产能 4239 万吨。同时, 2017 年湖南省 3.1 万亿固定资产投资将有效带动当地钢材需求。

在供需结构不断调整的过程中, 中南地区钢材价格呈现高位震荡, 板管棒线等各类产品毛利都大幅提升, 进而促使公司利润显著改善。上半年, 华菱钢铁实现净利润 11.86 亿元, 实现归属于上市公司股东的净利润 9.56 亿元, 为公司上市以来半年度最优业绩。

● 提升内部管理水平, 降低多项成本费用

公司通过一系列的管理措施, 在生产、销售、人力、财务等各个维度有效实现了降本增效。具体包括通过提升水运比例, 降低物流成本; 提高自供电比例, 降低用电成本; 提高产品直供比例, 降低销售费用; 去杠杆, 降低财务费用等。

● 回归钢铁主业, 优化产品结构

在拟置入的金融资产财富证券今年由盈利转为亏损, 吉祥人寿亏损额增加, 以及拟置出的钢铁资产业绩已大幅改善的双重原因下, 公司终止了重大资产重组, 回归钢铁主业。

针对钢铁业务, 公司不断优化产品结构。一方面调整产品覆盖面, 均衡对应下游行业占比, 使下游需求情况变动对公司的负面影响有所下降; 另一方面延伸产业链, 发展中高端汽车板, 不断提升产品附加值。

特别是汽车板方面, 安米的单方面增资, 有利于安米加大对汽车板公司的资源投入, 有利于汽车板公司充分利用安米在汽车板领域的技术和市场优势, 快速提高技术、质量管理水平及市场占有率。

● 风险提示

钢材消费量大幅下滑;

钢材价格涨幅不及预期, 拖累公司业绩。

盈利预测和财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49,950	69,795	71,609	70,829
(+/-%)	20.4%	39.7%	2.6%	-1.1%
净利润(百万元)	-1,055	2,360	2,403	2,418
(+/-%)	-64.3%	-323.6%	1.8%	0.6%
摊薄每股收益(元)	-0.35	0.78	0.80	0.80
EBIT Margin	1.9%	7.6%	7.3%	7.2%
净资产收益率(ROE)	-16.9%	29.0%	23.9%	20.2%
市盈率(PE)	-18.1	8.1	8.0	7.9
EV/EBITDA	21.0	10.0	9.6	9.5
市净率(PB)	3.06	2.35	1.90	1.60

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

受供给侧改革影响,产能的有效去化带动了钢材价格大幅回升。2017年1-6月,中南地区 MySpic 综合钢价指数同比增长 48.23%,钢价的提升将促使公司利润显著增加。预计 17/18/19 年,华菱钢铁净利润分别为 23.60 亿元、24.03 亿元和 24.18 亿元,折合每股盈利分别为 0.78/0.80/0.80 元。目前公司股价 6.34 元(8月14日),对应动态市盈率分别为 8.1/8.0/7.9,按照行业 10 倍 PE 测算,公司的合理价格在 7.8 元左右。此外,考虑到公司近年来盈利能力较弱,我们暂时给予增持评级。

核心假设或逻辑

(1) 钢材价格假设:受供需关系改善影响,近期钢材价格保持高位震荡,中南地区 MySpic 综合钢价指数同比增长 48.23%,预计 17 年板材、长材、管材价格分别增长 40%、55%、55%;(2) 钢材销量假设:公司产品种类齐全,形成了板管棒线兼有、普特结合、专业化分工生产格局,营收结构基本稳定,预计 17 年板材、长材、管材销量分别增长 5%、5%、0%;(3) 铁矿石价格方面,2017 年 1-6 月,MyIpic 综合矿价指数同比增长 36.82%,原料成本上涨势头弱于钢材价格涨幅;(4) 预计公司降本增效工作取得初步成果,管理费用、销售费用等与营业收入的占比有所下降;(5) 公司将减债降负控成本作为现阶段的首要目标,大力推进降杠杆工作,预计债务规模会持续降低。

与市场预期的差异之处

受钢材价格大幅升高影响,公司盈利水平将显著改善。公司吨钢市值截止 8 月 13 日仅有 1253 元,处于行业低位,具备配置优势。

股价变化的催化因素

公司股价变化的催化因素主要在于市场上钢材价格的变动。另外随着汽车板公司认证工作的推进,汽车板产能的释放可能带动公司估值水平的提升。

核心假设或逻辑的主要风险

第一, 钢材消费量大幅下滑;

第二, 钢材价格涨幅不及预期,拖累公司业绩。

内容目录

湖南：钢材供需趋于平衡	5
3.1 万亿固投将有效带动钢材需求	5
去产能 142.36 万吨，关停中频炉 315 万吨，但钢材供给稳中有升	6
钢材价格大幅提升	8
中南地区优势钢铁企业	8
区域内规模优势突出	8
技术装备水平领先	9
产品种类齐全，子公司分工明确	11
回归钢铁主业，中报业绩喜人	12
理性回归钢铁主业	12
业绩改善，当仁不让	13
内外部综合作用，企业利润大幅改善	14
内部管理提升见成效	14
外部市场享周期福利	17
财务分析	20
去杠杆任重道远	20
吨钢市值行业底位	21
盈利能力较弱，但今年有大幅改善	22
风险提示	22
附表：财务预测与估值	23
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

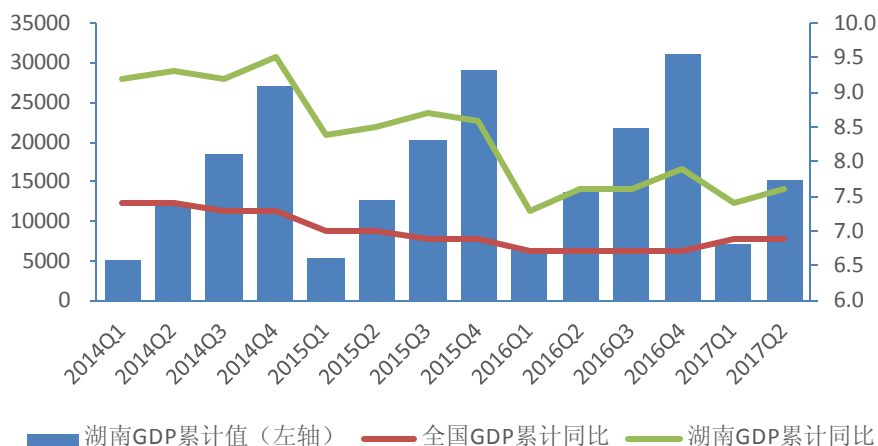
图 1: 湖南省 GDP 累计值及增速 (亿元)	5
图 2: 湖南省固定资产投资累计值及增速 (亿元)	5
图 3: 湖南省单月钢材表观消费量 (万吨)	6
图 4: 湖南省单月生铁产量 (万吨)	7
图 5: 湖南省单月钢材产量 (万吨)	7
图 6: 华菱钢铁与实际控制人之间的产权及控制关系	8
图 7: 华菱钢铁主体设备及产能情况	10
图 8: 2014-2016 年营业收入情况 (亿元)	11
图 9: 2016 年分产品营业收入及营业成本情况 (亿元)	12
图 10: Mysteel 价格指数	13
图 11: 热轧卷板现货及期货价格 (元/吨)	13
图 12: 归属于上市公司股东的净利润 (亿元)	14
图 13: 子公司归属于母公司所有者的净利润情况 (亿元)	14
图 14: 归属母公司股东的净利润 (亿元)	14
图 15: 重要时间点	15
图 16: 汽车板公司产量情况 (万吨)	16
图 17: 价值链分析	16
图 18: 员工分专业人数	17
图 19: 财务费用-利息支出情况 (亿元)	17
图 20: 原材料价格情况 (元/吨)	18
图 21: 原料滞后一个月模拟铁水成本 (元/吨)	18
图 22: 长沙地区冷、热板卷价格 (元/吨)	18
图 23: 原料滞后一个月模拟冷、热板卷吨钢毛利 (元/吨)	18
图 24: 单月新接船舶订单量 (万载重吨)	19
图 25: 挖掘机单月产量 (台)	19
图 26: 重点企业无缝钢管产量 (万吨)	19
图 27: 石油和天然气开采业固定资产投资完成额 (亿元)	19
图 28: 长沙无缝管 108*4.5 价格 (元/吨)	20
图 29: *ST 华菱与钢铁行业 ROE 比较 (%)	22
图 30: *ST 华菱与钢铁行业 ROA 比较 (%)	22
表 1: 湖南省规模以上钢铁企业名单	6
表 2: 湖南省淘汰落后产能情况	7
表 3: 湖南省“地条钢”生产企业处置情况	7
表 4: 长沙地区不同品种钢材平均价 (元/吨)	8
表 5: 全球主要钢铁生产公司粗钢产量排名	9
表 6: 资产重组事项关键时间点	12
表 7: 钢铁企业资产负债率 (%)	20
表 8: 2016 年钢铁企业财务费用情况 (%、亿元)	21
表 9: 2017 中报业绩预报	21

湖南：钢材供需趋于平衡

3.1 万亿固投将有效带动钢材需求

湖南省 GDP 增速领先全国水平。2017 上半年，湖南省实现地区生产总值 15275.51 亿元，按可比价格计算同比增长 7.6%，高出全国平均水平 0.7 个百分点。

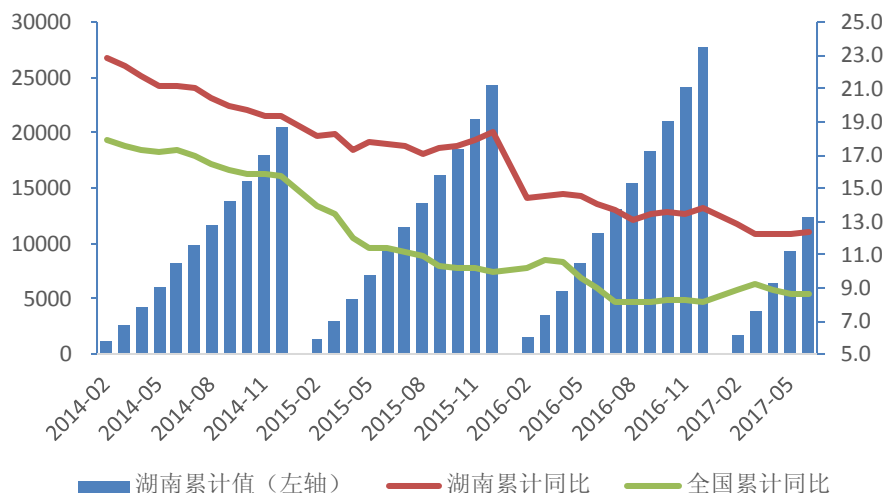
图 1：湖南省 GDP 累计值及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

湖南省固定资产投资增速同样高于全国水平。2017 上半年，湖南省固定资产投资完成额 12385.12 亿元，累计同比增长 12.4%，增速较去年同期有所下降，但远高于全国 8.6% 的增速水平。

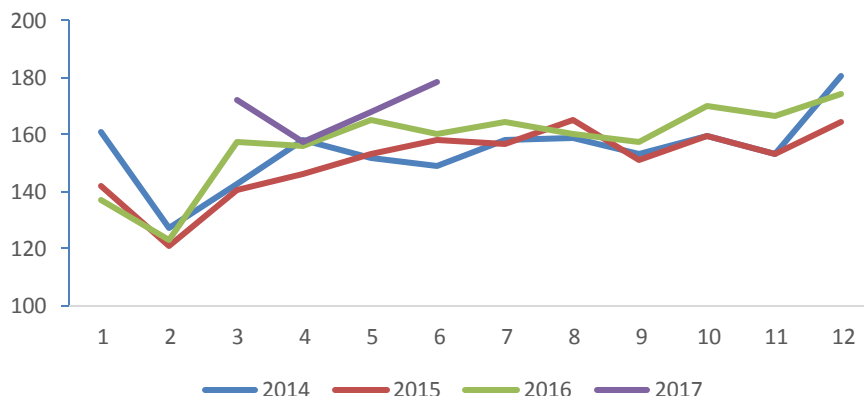
图 2：湖南省固定资产投资累计值及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2017 年上半年，湖南省钢材表观消费量高于往年。6 月，钢材表观消费量 178.24 万吨，较去年同期增长 11.47%。近三年来，湖南省钢材表观消费量保持在 1800-1900 万吨间，呈现出下半年消费量大于上半年的特点。

图 3: 湖南省单月钢材表观消费量 (万吨)



资料来源: My steel, 国信证券经济研究所整理

湖南地区经济的高速增长将有效带动钢材市场需求。2017 年年初, 湖南发展和改革委员会工作会议透露, 湖南将继续扩大有效投资, 围绕基础设施建设、产业发展、生态保护、社会民生等重点领域, 积极对接国家重大战略和“165”重大专项, 实施“333”重大项目建设计划, 力争完成固定资产投资超过 3.1 万亿元。

按照 2016 年全国固定资产投资完成额 60 万亿元对应粗钢表观消费量 7 亿吨估算, 每亿元固定资产投资消耗约 1167 吨粗钢计算, 2017 年 3.1 万亿的投资可以拉动湖南 3618 万吨的粗钢需求。按照湖南省 2016 年钢材表观消费量情况估算, 每亿元固定资产投资消耗约 683 吨钢材, 3.1 万亿的投资将拉动湖南 2116 万吨的钢材需求。

去产能 142.36 万吨, 关停中频炉 315 万吨, 但钢材供给稳中有升

湖南省钢铁企业集中度较高。其中 5 家中的 4 家由华菱钢铁集团控制, 分别是: 湖南华菱湘潭钢铁集团有限公司、湖南华菱涟源钢铁集团有限公司、衡阳华菱钢管有限公司和涟钢振兴企业轧钢有限责任公司。湖南省钢材市场上流通的本地资源绝大多数出自这 5 家企业。

表 1: 湖南省规模以上钢铁企业名单

序号	企业名称	企业性质	钢年产能 (万吨)	所在地
1	湖南华菱湘潭钢铁集团有限公司	国企	1000	湘潭
2	湖南华菱涟源钢铁集团有限公司	国企	800	涟源
3	衡阳华菱钢管有限公司	国企	150	衡阳
4	涟钢振兴企业轧钢有限责任公司	国企	120	娄底
5	冷水江钢铁集团有限公司	民企	300	冷水江

资料来源: My steel, 国信证券经济研究所整理

淘汰落后产能 142.36 万吨。2016 年 6 月, 湖南省政府提出 2016-2020 年湖南省计划压减炼钢产能 50 万吨的任务, 8 月华菱集团关停和拆除了中冶湘重 50 万吨电炉炼钢产能。同年 9 月, 经信委为 2016 年去产能工作加码, 公布了 2016 年湖南省钢铁行业淘汰落后产能目标任务和企业名单, 涉及炼铁、炼钢产能共计 92.36 万吨。但其中大部分产能并非有效市场产能, 前期因市场原因已主动停产。

表 2: 湖南省淘汰落后产能情况

序号	企业名称	淘汰生产线(设备)型号及数量	产能(万吨)
1	中冶京诚(湘潭)重工设备有限公司	50吨电弧炉*1	50
2	湖南株洲钢铁有限公司	30吨电炉*2	40
3	株洲市酒埠江特钢有限公司	208立方米高炉*2、60平方米烧结机*2	30
4	白地市钢铁水泥有限责任公司	10吨电炉*1	3
5	株洲市鑫旺铸造有限公司	208立方米高炉*1、60平方米烧结机*1	15
6	白地市钢铁水泥有限责任公司	50立方米高炉*1	4
7	常宁市锦鑫冶炼有限责任公司	30立方米高炉*1	0.36
合计			142.36

资料来源:湖南省经信委,国信证券经济研究所整理

“地条钢”出清产能 315 万吨。2017 年 6 月,湖南已按照国家出清“地条钢”的时间节点和“四个彻底拆除”的标准要求,完成了主体设备中(工)频炉、变压器、除尘罩、操作平台及轨道的彻底拆除。7 月,“地条钢”督查工作持续进行,湖南省经信委在接到国务院督查组发出的督查转办函 2 天内,将 3 台被移回了原位“地条钢”生产炉强制拆除并当场销毁。

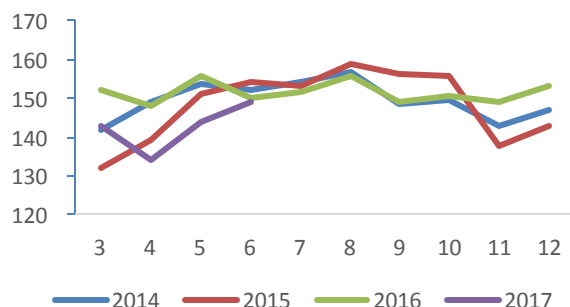
表 3: 湖南省“地条钢”生产企业处置情况

序号	企业名称	所在地	中(工)频炉装备和产能		
			吨位(吨)	台数(台)	产能(万吨)
1	长沙超宏金属制品有限公司	长沙市宁乡县	7.5	8	20
2	邵阳市福源金属材料有限公司	邵阳市双清区	20	6	20
3	湖南鑫光新材料科技有限公司	岳阳市湘阴县	20	8	40
4	益阳中源钢铁有限公司	益阳市桃江县	30	4	20
5	益阳金沙钢铁有限责任公司	益阳市桃江县	30	4	25
6	宜章恒兴钢铁制品有限公司	郴州市宜章县	40	6	30
7	资兴市闽兴铸造有限公司	郴州市资兴市	35	8	30
8	郴州华盛钢铁有限公司	郴州市汝城县	25	10	25
9	宁远裕达钢业有限公司	永州市宁远县	40	12(其中 4 台备用)	60
10	江华县煌荣金属建材有限公司	永州市江华瑶族自治县	8	8	15
11	麻阳金湘钢铁有限公司	怀化市麻阳县	35	4	30
			20	4	
合计				82	315

资料来源:湖南省经信委,国信证券经济研究所整理

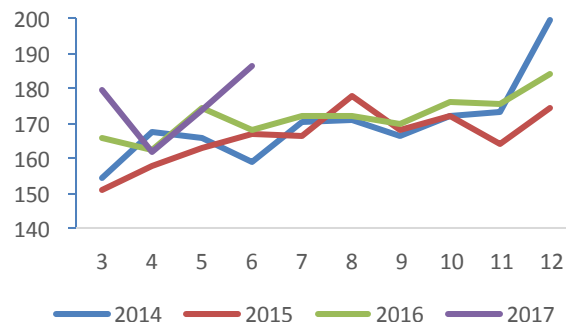
2017 年上半年,湖南省生铁产量较往年有所下降,共生产 845.03 万吨,同比下降 4.2%。钢材产量则有所增加,共生产钢材 1035.55 万吨,同比增长 8.8%,基本能覆盖省内钢材需求。

图 4: 湖南省单月生铁产量(万吨)



资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理

图 5: 湖南省单月钢材产量(万吨)



资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理

钢材价格大幅提升

2017 年，受供给侧改革利好影响，钢材价格出现显著回升。1-7 月，长沙地区 HRB400 20mm 螺纹钢、4.75mm 热轧板卷、1.0mm 冷轧板卷、20mm 普中板、108*4.5 无缝管平均价格分别较去年同期上涨了 55.32%、44.30%、38.79%、42.52%、54.93%。

表 4: 长沙地区不同品种钢材平均价（元/吨）

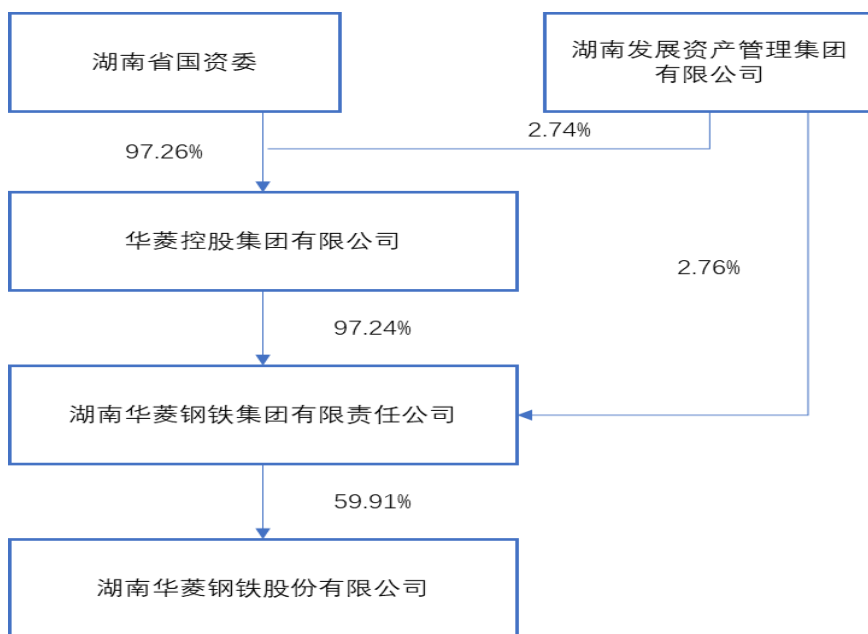
时间段	螺纹钢： HRB400 20mm	热轧板卷： 4.75mm	冷轧板卷： 1.0mm	中板： 普 20mm	无缝管： 108*4.5
2016 年 1-7 月	2,478.61	2,516.88	3,019.65	2,490.42	2,786.11
2017 年 1-7 月	3,849.86	3,631.81	4,191.12	3,549.38	4,316.39

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中南地区优势钢铁企业

湖南华菱钢铁股份有限公司（以下简称“华菱钢铁”）是由湖南华菱钢铁集团有限责任公司为主发起人，联合长沙矿冶研究院等单位，经湖南省人民政府批准共同发起成立的股份有限公司，1999 年 8 月在深交所上市。

图 6: 华菱钢铁与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

华菱钢铁自成立以来，坚持“做精做强、区域领先”战略，定位于从钢材制造商发展为“追求客户价值的钢材产品综合服务商”。旗下有湖南华菱湘潭钢铁有限公司（以下简称“华菱湘钢”）、湖南华菱涟源钢铁有限公司（以下简称“华菱涟钢”）、衡阳华菱钢管有限公司（以下简称“华菱钢管”）、华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司（以下简称“汽车板公司”）四家钢铁行业主要子公司及湖南华菱钢铁集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）一家金融行业主要子公司。

区域内规模优势突出

截止 2016 年末,华菱钢铁生铁和粗钢年产能分别达到 1553 万吨和 1755 万吨,2016 年生铁和粗钢产量分别为 1490 万吨和 1548 万吨。根据国际钢铁工业协会《2016 年主要钢铁生产公司排名》统计,按照集团口径,其粗钢产量位列世界粗钢产量排名第 20 位。华菱钢铁多年来产量稳定,是湖南当地规模最大的钢铁企业,在中南地区具有较强的规模优势。

表 5: 全球主要钢铁生产公司粗钢产量排名

排名	公司	总部所在国	省份	2011 年产量	2012 年产量	2013 年产量	2014 年产量	2015 年产量	2016 年产量
1	安赛乐米塔尔	卢森堡		97.25	93.58	96.10	98.09	97.14	95.45
2	宝武集团	中国	上海	81.02	79.12	83.22	76.40	60.71	63.81
3	河钢集团	中国	河北	44.36	42.84	45.79	47.09	47.75	46.18
4	新日铁住金 (NSSMC)	日本		33.39	47.86	50.13	49.30	46.37	46.16
5	浦项制铁	韩国		39.12	39.88	38.42	41.59	41.97	41.56
	宝钢集团	中国		43.34	42.70	43.91	43.35	34.94	
6	沙钢集团	中国	江苏	31.92	32.31	35.08	35.33	34.21	33.25
7	鞍钢集团	中国	辽宁	29.75	30.23	33.69	34.35	32.50	33.19
8	日本钢铁工程控股公司	日本		29.90	30.41	31.16	31.41	29.83	30.29
9	首钢集团	中国	北京	30.04	31.42	31.52	30.78	28.55	26.80
10	塔塔钢铁集团	印度		23.82	22.97	25.27	26.20	26.31	24.49
	武汉钢铁集团	中国		37.68	36.42	39.31	33.05	25.78	
11	山东钢铁集团	中国	山东	24.02	23.01	22.79	23.34	21.69	23.02
12	纽柯钢铁公司	美国		19.89	20.13	20.16	21.41	19.62	21.95
13	现代制铁株式会社	韩国		16.29	17.12	17.30	20.58	20.48	20.09
14	马钢集团	中国	安徽	16.68	17.34	18.79	18.90	18.82	18.63
15	蒂森克虏伯	德国		17.94	14.46	15.86	17.23	17.34	17.24
16	新利佩茨克钢铁公司 (NLMK)	俄罗斯		12.11	14.92	15.47	16.11	16.05	16.64
17	建龙集团	中国	北京	12.36	13.76	14.30	15.26	15.14	16.45
18	盖尔道集团	巴西		20.50	19.81	18.97	19.00	17.03	15.95
19	中国台湾中钢公司	中国台湾		14.01	12.73	14.29	15.40	14.82	15.52
20	华菱集团	中国	湖南	15.89	14.11	14.99	15.38	14.87	15.48
21	京德勒西南钢铁公司	印度		7.01	8.48	11.80	12.72	12.42	14.91
22	本溪钢铁	中国	辽宁	16.49	15.08	16.83	16.26	14.99	14.40
23	印度钢铁管理局 (SAIL)	印度		13.50	13.50	13.52	13.56	14.34	14.38
24	美国钢铁公司	美国		21.99	21.44	20.38	19.73	14.52	14.22
25	伊朗矿业开发与革新组织	伊朗		12.58	13.61	14.29	14.42	14.10	14.02
26	日照钢铁	中国	山东	11.20	13.22	12.68	11.40	14.00	13.86
27	方大特钢	中国	江西	2.62	3.28	13.16	13.64	13.21	13.68
28	耶弗拉兹集团	俄罗斯		16.77	15.95	16.11	15.54	14.35	13.53
29	马格尼托哥尔斯克钢铁公司	俄罗斯		12.20	13.04	11.94	13.03	12.24	12.54
30	包钢集团	中国	内蒙古	10.22	10.19	10.69	10.72	11.86	12.30

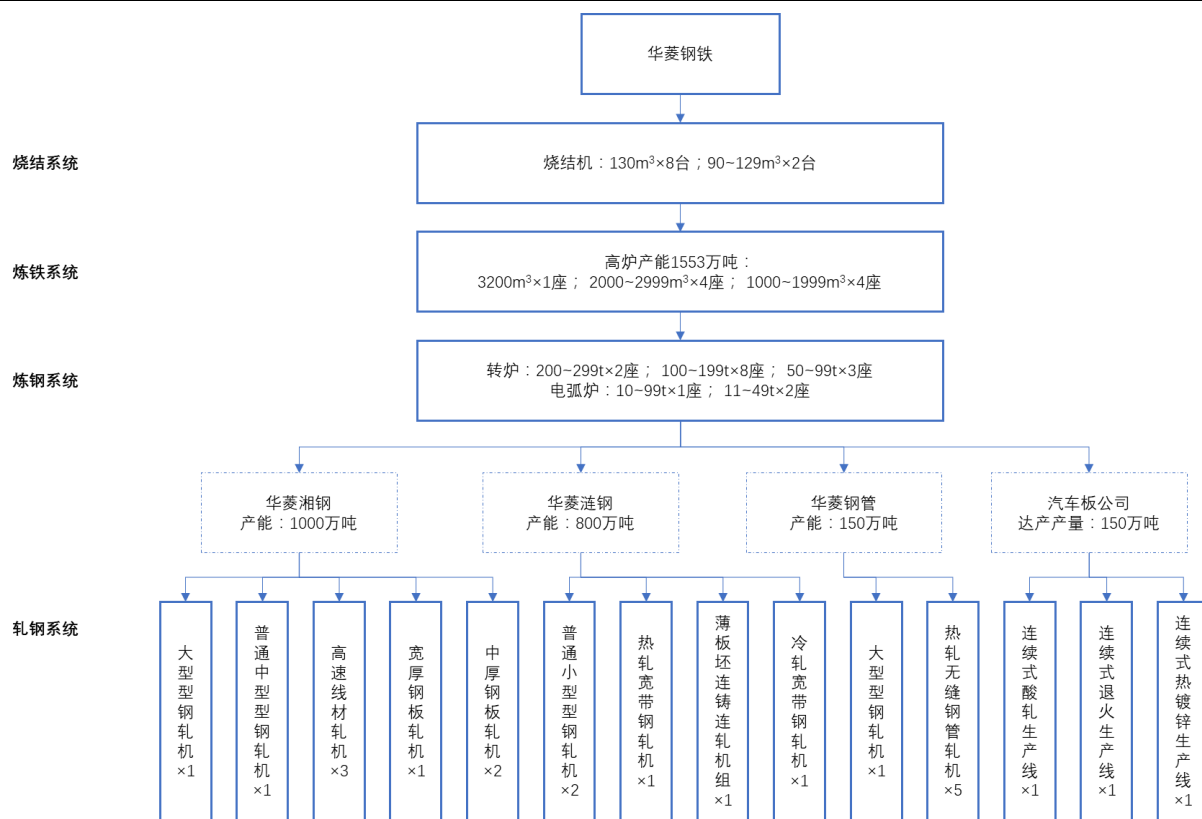
资料来源:国际钢铁工业协会,国信证券经济研究所整理

技术装备水平领先

华菱钢铁的工艺路线包括了传统的长流程工艺和短流程工艺,长流程包括了烧

结、球团、焦化、高炉炼铁、转炉炼钢、精炼、连铸和轧钢。短流程电炉工艺则结合了中国特色，在电炉炼钢过程中兑入了铁水，以降低生产电耗和成本。

图 7：华菱钢铁主体设备及产能情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

截止 2017 年 3 月，华菱钢铁配备了 9 座高炉，生铁年产能 1553 万吨。其中大型 3200m³ 高炉 1 座，关停了全部 1000m³ 以下高炉，部分高炉生产不顺欠产的问题也正在逐步改善。

华菱钢铁拥有湘潭、娄底、衡阳三大钢铁生产基地，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。现已基本完成了技术装备的大型化、现代化、信息化改造升级，建成和拥有国内最先进的炼钢、轧钢、在线热处理、全流程自动化控制、在线探伤、智能控制等完整的钢铁生产工艺和装备技术。

华菱湘钢是全球最大的宽厚板制造基地；华菱涟钢拥有世界先进水平的薄板坯连铸连轧生产线以及配套的冷连轧和涂镀加工生产线；华菱钢管在无缝钢管行业制造实力全球排名第 5 位、中国第 2 位。

在汽车板领域，华菱钢铁汽车板项目的产品开发、企业认证、市场开拓等各项工作持续推进。汽车板公司有酸洗冷轧、混合连续退火和连续镀锌三条生产线，产能共计 150 万吨，主要生产中高端汽车板。现已成功开发第三代超高级别汽车板 TRIP1180、Usibor® 1500、Alusi 等高端的汽车板产品。截至 2017 年 4 月末，汽车板公司顺利通过了长安福特，一汽大众，上海通用，东风标致雪铁龙，戴姆勒奔驰，奇瑞捷豹路虎，本田，爱信精机等 18 家汽车主机厂和一级配套商工厂认证，为华菱钢铁下一阶段在汽车板领域的长足发展奠定了坚实基础。

产品种类齐全，子公司分工明确

华菱钢铁经过多年的快速发展，形成了板管棒线兼有、普特结合、专业化分工生产格局。产品已覆盖宽厚板、冷热轧薄板、无缝钢管、线棒材等 10 大类 5000 多种规格系列产品。产品销往下游造船、海工、桥梁、高压容器、汽车、家电、工程机械、油气等用钢领域。

华菱湘钢宽厚板已经形成造船板、锅炉压力容器板、桥梁及高建板、管线钢、耐磨钢、海洋平台用钢六大系列，板材品种比达 80% 以上。高级别海洋平台及船舶用钢、高强结构用钢、超临界特厚压力容器用钢已经分别通过国军标体系认证、保密资质认证，并获得科研生产许可证。

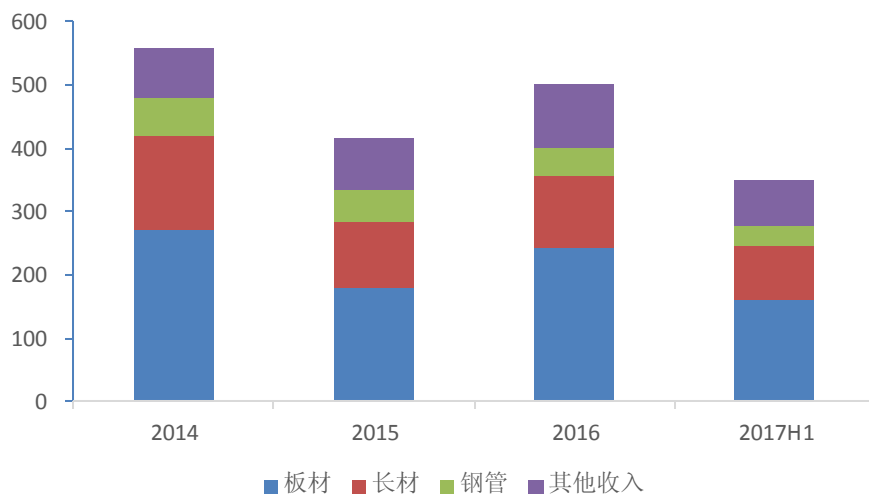
华菱涟钢冷热轧薄板系列产品已成功开发出管线钢、工程机械用钢、半工艺硅钢、冷轧家电板、汽车用钢等系列“双高”产品，CSP 生产线 2.0mm 以下超薄规格产品比例达到 40% 以上。

华菱汽车板主要生产中高端汽车板，包括用于汽车可见部分和结构部件的冷轧钢板，包括软钢和高强度钢；用于汽车可见部分和结构部件的镀锌钢板；用于结构部件、底盘部件和轮胎的热浸钢板等。

华菱钢管无缝钢管产品覆盖大、中、小全组距，其中油气用管、机加工用管、高压锅炉管等专用无缝钢管比率达到 70%。同时，线棒材有带肋钢筋、帘线钢、合金焊丝用钢、冷镦钢、合金结构钢、齿轮钢等，品种比超过 90%。

华菱钢铁营业收入主要来源于板材，其次为长材和管材。2014 至 2016 年及 2017 年上半年，板材营业收入分别为 270.74、177.72、240.84、159.94 亿元，占比分别为 48.63%、42.82%、48.22%、45.58%，营收结构整体稳定。

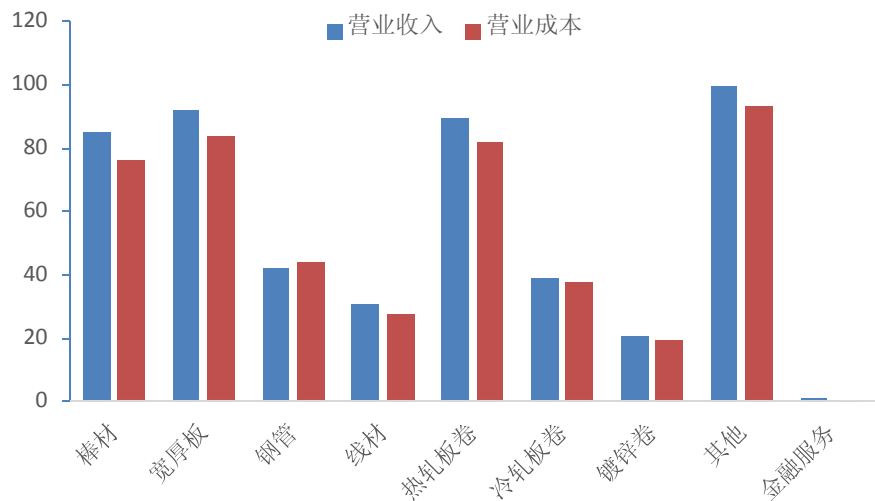
图 8：2014-2016 年营业收入情况（亿元）



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2016 年，华菱钢铁营业收入 499.50 亿元，毛利 34.37 亿元。毛利主要来源于棒材、宽厚板、热轧板卷三类产品，合计贡献了 71.31% 的毛利。

图 9：2016 年分产品营业收入及营业成本情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

回归钢铁主业，中报业绩喜人

2017 年 7 月 7 日，华菱钢铁发布《关于终止重大资产重组暨公司股票复牌的公告》，宣告拟转型“金融+环保”平台的重组计划的结束。8 月 11 日，公司公告 2017 年半年度报，公司 2017 年上半年钢材产量为 757 万吨，销量为 757 万吨，实现净利润 11.86 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 9.56 亿元，为公司上市以来半年度最优业绩。

理性回归钢铁主业

华菱钢铁宣布转型以来，受到多方好评，市场普遍看好金融及环保行业的盈利能力和发展前景。一年多的时间里，重组工作有序开展，获得证监会审核通过，陆续完成了华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管等 10 家控股及参股子公司的股东变更工商登记手续，华菱节能 100% 股权置入华菱钢铁的工商变更登记手续等。

表 6：资产重组事项关键时间点

时间	进展
2016/3/25	接到华菱集团通知，正在筹划涉及华菱钢铁的重大事项
2016/3/28	重大事项停牌
2016/4/18	确认筹划的重大事项为重大资产重组事项
2016/4/19	重大资产重组停牌
2016/7/17	公告华菱钢铁重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金构成关联交易的预案
2017/1/11	接到证监会通知，重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得有条件审核通过
2017/1/12	复牌
2017/2/21	收到证监会核发的《关于核准湖南华菱钢铁股份有限公司向湖南财信金融控股集团有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》
2017/6	发现拟置入金融资产出现亏损
2017/6/14	接到华菱集团通知，重大资产重组实施可能存在不确定性
2017/6/15	重大事项停牌
2017/7/7	终止重大资产重组
2017/7/10	复牌
2017/8/2	决议通过《关于公司终止重大资产重组事项的议案》

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在拟置入的金融资产今年呈现财富证券由盈利转为亏损，吉祥人寿亏损额增加的局面，以及拟置出的钢铁资产业绩已大幅改善的双重原因下，华菱钢铁虽已拿到批文仍终止了跨界转型，重新专注于钢铁主业。

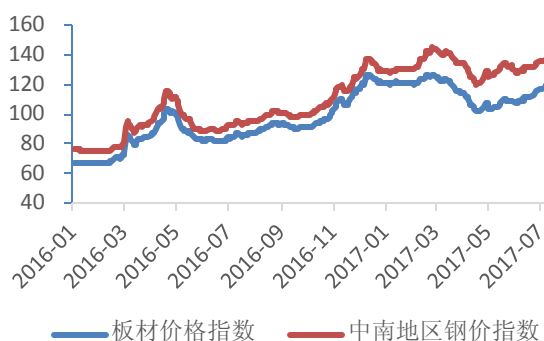
在金融监管部门推出一系列旨在强监管、去杠杆和挤泡沫的政策措施，而钢铁行业周期整体向好的大背景下，华菱钢铁回归钢铁主业有利于利用资本市场实现钢铁业务转型升级，符合国家关于大力振兴实体经济的政策导向。

未来华菱钢铁将专注钢铁行业，逐步构建精益生产、销研产一体化和零利润营销服务三大战略支撑体系，持续推进钢材产品结构调整和提质增效。短期来看，华菱集团已承诺在复牌后的 6 个月内，通过二级市场增持不少于 1 亿元金额的华菱钢铁股票，以增强投资者信心；针对长期而言，华菱集团也将按照省委、省政府“关于整体上市、进军 500 强”的要求，通过重组整合，力争把华菱钢铁打造成为区域内最具竞争力的钢铁全产业链优质上市公司。

业绩改善，当仁不让

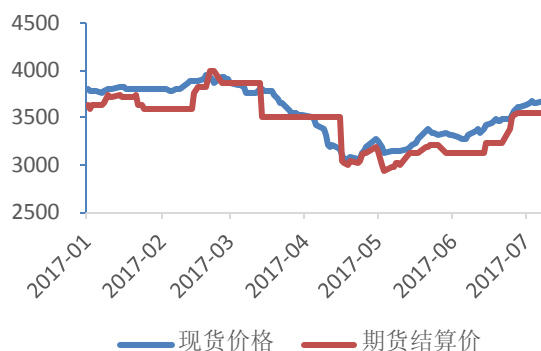
今年以来，钢材价格高位震荡，特别是 5 月以来，现货及期货价格持续走高。以 4.75mm 热轧卷板现货为例，截止 7 月 31 日，热轧价格 3882 元/吨，较 4 月末价格增长 21.73%。

图 10: Mysteel 价格指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

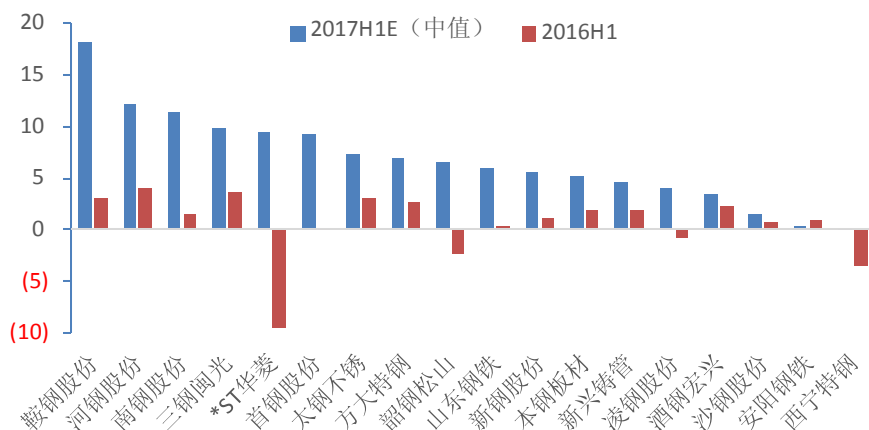
图 11: 热轧卷板现货及期货价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

受益于钢铁行业整体行情利好，钢铁板块公司中报预期利润可观。截止 8 月 13 日，已发布业绩预告或半年报的 18 家上市公司中，4 家扭亏为盈，13 家同向上升，利润增幅显著。

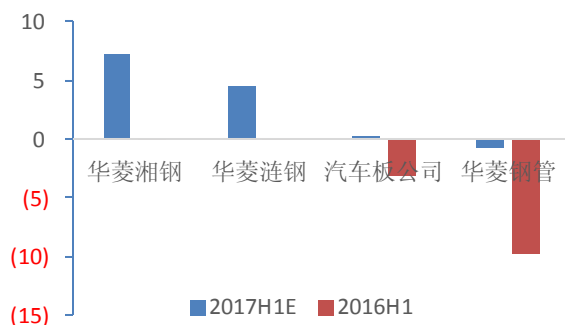
图 12: 归属于上市公司股东的净利润 (亿元)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 图中 2017H1E 数值取公司公告数值范围中值

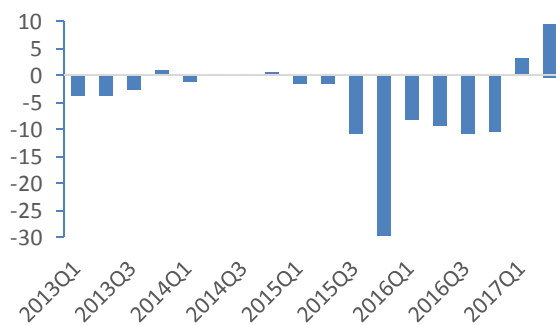
2017 年上半年, 以厚板为主打品种的华菱湘钢上半年实现归属于母公司所有者的净利润 7.31 亿元, 去年同期为 18.52 万元; 以薄板为主打品种的华菱涟钢上半年实现归母净利润 4.52 亿元, 去年同期为 361.32 万元; 以汽车板为主打品种的汽车板公司自 2016 年 12 月已实现扭亏以来保持了持续盈利, 上半年实现归母净利润 0.25 亿元, 去年同期为 -3.13 亿元; 以无缝钢管为主打品种的华菱钢管今年 4 月实现了扭亏并保持了持续盈利, 上半年减亏至 0.82 亿元, 去年同期为亏损 9.80 亿元。华菱钢铁上半年实现净利润 11.86 亿元, 实现归属于上市公司股东的净利润 9.56 亿元, 为公司上市以来半年度最优业绩。

图 13: 子公司归属于母公司所有者的净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 归属母公司股东的净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

内外部综合作用, 企业利润大幅改善

华菱钢铁 2017 半年度报告利润喜人, 全年行情也呈现乐观态势。钢铁行业周期阶段性复苏功不可没, 但公司内部管理带来的利润改善也不容小视。在多方因素的共同作用下, 华菱钢铁后期盈利情况有望持续。

内部管理提升见成效

在集团“三年振兴计划”的指导下, 华菱钢铁大刀阔斧调整产品结构, 产品覆

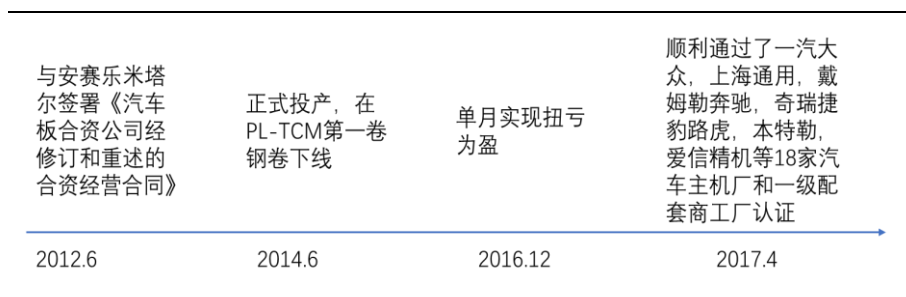
盖面更加广泛、均衡，并不断向预期景气行业调整，前期布局的中高端汽车板项目也已开始盈利。华菱钢铁不断从生产、销售、财务、人力等多维度改善企业内部管理，其利润提升效果逐步显现。

产品结构优化

产品覆盖面越发均衡。板材方面，华菱钢铁不断降低造船厂供应量占比，从高点 60% 以上现已调整至 33% 左右，并增加在地产、基建等相关的工程机械、高层建筑、桥梁等高强钢品种上的供应占比。管材方面，华菱钢铁原有供应方向主要为油气行业，占比高达 60% 以上，一度严重拖累公司整体业绩。现阶段逐步转向增长较快的机械加工行业和其他行业，形成在油气行业、机械加工行业和其他行业供应各占 1/3 的局面。

产业链延伸，向高附加值方向发展。借助合作伙伴安赛乐米塔尔的技术优势，华菱钢铁大力建设汽车板公司，不断发展中高端高附加值产品，致力于将汽车板公司打造成世界一流的汽车板供应商。经过长期磨合，汽车板公司于 2016 年 12 月实现扭亏并保持持续盈利。

图 15: 重要时间点



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

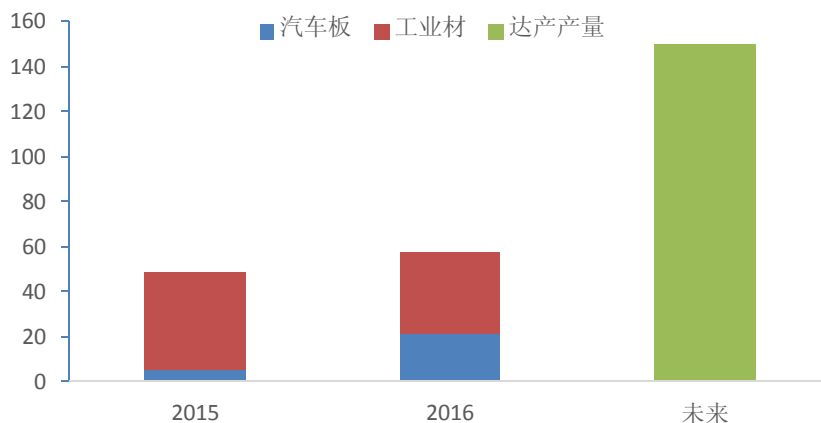
汽车板产能释放

强大支持。汽车板公司的重要合作伙伴安赛乐米塔尔是全球第一的钢铁企业，在汽车、建筑、家用电器以及包装等领域的全球各主要市场占据领先地位，拥有先进的研发与技术以及丰富的原材料资源和强大的销售网络。华菱钢铁与其合作，通过技术引进和转让，将最先进的汽车钢的生产技术，包括强度高至 1200MPa 的先进超高强度钢板和 Usibor®1500P 带到中国。

安米增资。考虑到汽车板公司是安米在中国市场重要的战略布局，且为便于汽车板公司后续发展能够从安米内部得到必要的资源支持，安米拟单方面增资汽车板公司，促使汽车板公司股权结构由华菱钢铁持股 51%、安米持股 49%，变为各持股 50%。增资完成后，华菱钢铁对汽车板公司的控制力并未受到影响，不会对公司合并报表产生影响。安米单方面增资，有利于促进安米加大对汽车板公司的资源投入，有利于汽车板公司充分利用安米在汽车板领域的技术和市场优势，快速提高技术、质量管理水平及市场占有率。

汽车板公司前景广阔。2016 年汽车板公司钢材产品销量 57.8 万吨，包括汽车板 20.9 万吨，工业材 36.9 万吨，销售收入同比大幅增加。年产量距 150 万吨达产产量仍存较大空间。未来，随着汽车板产品不断放量，且日趋成熟，逐步达到规模经济，华菱钢铁的产品结构有望得到进一步优化。

图 16: 汽车板公司产量情况 (万吨)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

降本增效发力

华菱钢铁通过一系列管理措施, 在生产、销售、人力、财务等各个维度有效实现了降本增效。

图 17: 价值链分析



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

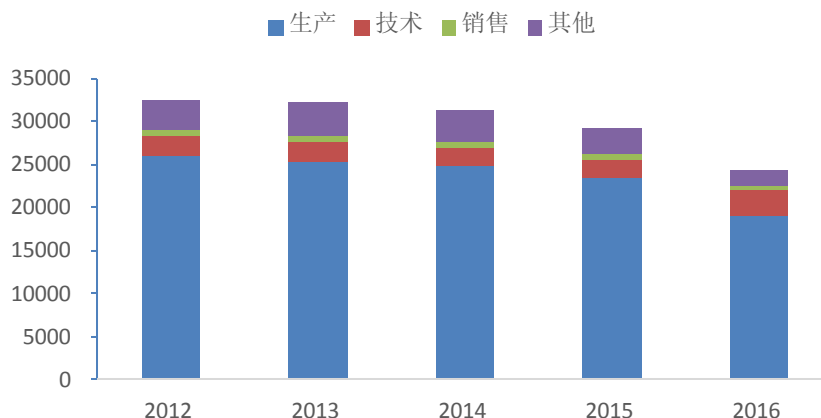
降低物流成本。作为国内少数没有铁矿石资源的内陆钢铁企业, 华菱钢铁铁矿石全部依靠外购, 物流运输成本相比于沿海钢铁企业较高。目前, 华菱集团已形成较为完备的物流体系, 下辖全国内河主要港口岳阳港, 以及湘江沿线的顺祥、顺达、顺通九华四大码头, 通过参股船运企业, 控股汽运物流企业, 构建了远洋运输—长江—洞庭湖—湘江的水运体系, 实现江海联运、水铁联运。借助于华菱集团日渐成熟的物流体系, 华菱钢铁通过逐步提高铁矿石水运比例, 实现物流成本降低。

降低用电成本。华菱钢铁自发电比例高, 2016 年湘钢和涟钢的自发电比例分别达到 85% 和 84%。在余热、余能、余气（汽）等二次能源高效回收利用发电上达到行业领先水平。以华菱涟钢为例, 拥有两台 2.5 万 kW 高温高压机组, 采取 TRT 湿法除尘改干法除尘提高发电量, 利用烧结合热和钢后生产系统余热进行发电等。同时, 规范各发电机组运行参数, 实现停开机次数最佳控制。

优化劳动用工。华菱钢铁持续降低员工人数, 2016 年, 员工总数控制到 2.4 万

人，行政人员占比大幅降低，技术人员数量则不降反升。随之而来的是湘钢、连钢人均实物劳动生产率已接近行业平均水平。

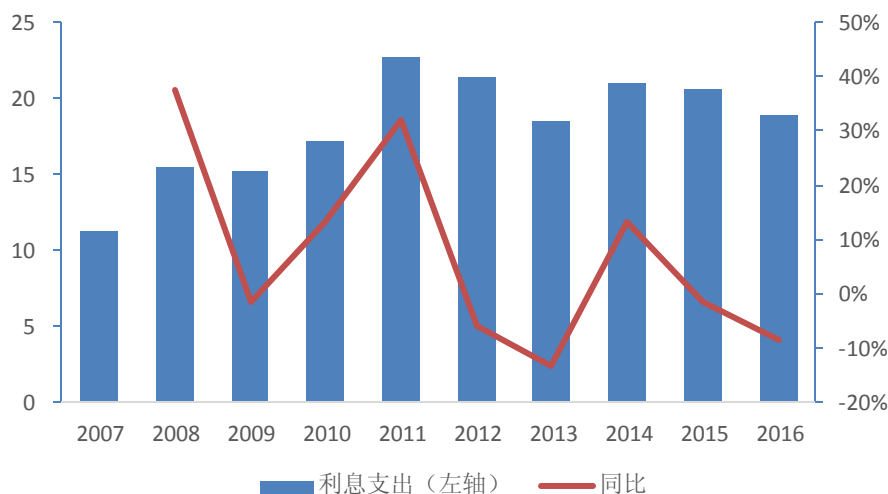
图 18: 员工分专业人数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

降低财务费用。从“十五”后期到“十一五”前期，华菱集团在钢铁行业投入资金 600 亿元左右，主要来源是银行有息贷款，造成企业债务负担重。减债降负控成本已成为华菱集团和华菱钢铁现阶段的首要目标。浦发银行已与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债务。2016 年华菱钢铁财务费用内有利息支出 18.92 亿元，较 2015 降低 8.48%。

图 19: 财务费用-利息支出情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

外部市场享周期福利

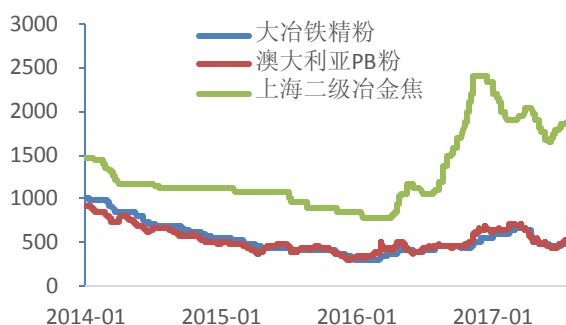
2016 年国家开始推进供给侧结构改革，并取得了明显成效。2016 年钢铁去产能 6500 万吨，2017 年 1-5 月去产能 4239 万吨。截止 6 月末，湖南省已关停 11 家企业，退出产能达 315 万吨，2017 年 1-5 月生铁同比减产 4.9%。在供需结构不断调整的过程中，近期钢材价格呈现高位震荡，钢铁企业利润可观。

原料价格随行就市

华菱钢铁主要原材料有铁矿石、废钢、煤和焦炭。铁矿石方面，华菱钢铁通过专门的采购中心进行采购，在整合资源集中采购的基础上，发挥规模效益，并充分统筹利用国际国内两个市场资源，优化配矿结构。煤炭与焦炭方面，全部通过采购中心采购，与国内主要供应商签订长期供给协议或中长期战略协议。

年初以来，铁矿石价格经过一轮调整，重塑上升态势，由于钢厂处于利润高位，引导钢厂贸易商采购预期，对铁矿石价格形成支撑。焦炭方面，由于 2016 年 4 季度涨幅过高，年初以来价格回调明显，随后同样受到下游钢厂盈利情况影响，预计焦炭价格将保持高位震荡。

图 20: 原材料价格情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 原料滞后一个月模拟铁水成本 (元/吨)

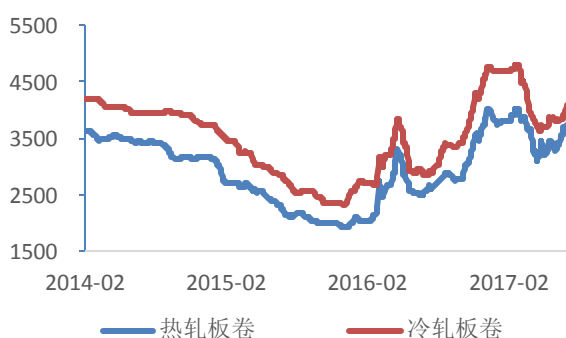


资料来源: 国信证券经济研究所测算

板材毛利回升

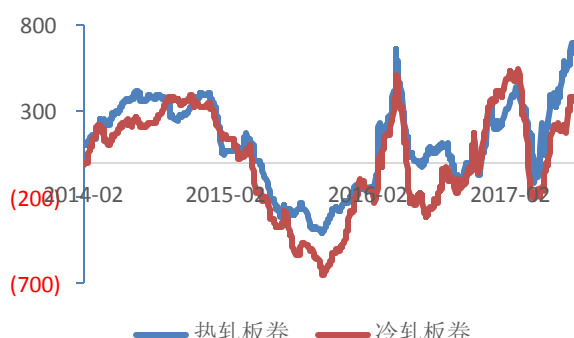
毛利大幅增长。随着近期板材价格持续走高，冷热板卷的吨钢毛利均呈现大幅度提升。受此影响，华菱钢铁上半年利润大幅提升，以厚板为主的华菱湘钢上半年实现归属于母公司所有者的净利润 7.31 亿元，以薄板为主的华菱涟钢实现归属于母公司所有者的净利润 4.52 亿元。

图 22: 长沙地区冷、热板卷价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 原料滞后一个月模拟冷、热板卷吨钢毛利 (元/吨)

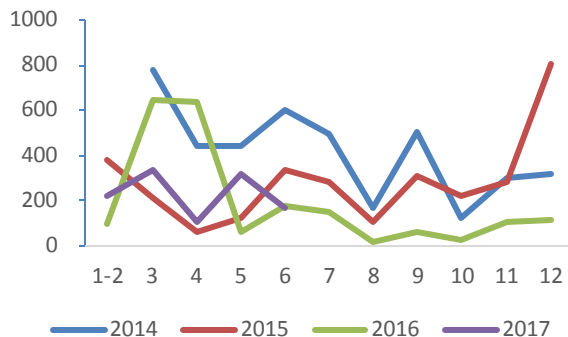


资料来源: 国信证券经济研究所测算

产品动态调整。板材是华菱钢铁最主要的产品，2016 年营业收入占比 48.63%，产品覆盖造船厂，以及地产、基建等相关的工程机械、高层建筑、桥梁等。在

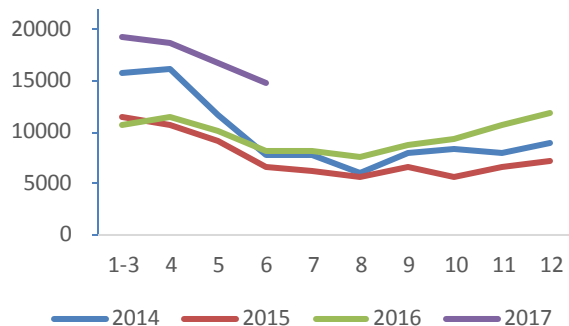
造船行业持续低迷时，下游产品向其他行业倾斜。公司在产品销售结构上调整的天趋成熟，将使下游板块需求情况变动对公司的负面影响有所下降。

图 24: 单月新接船舶订单量 (万载重吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 挖掘机单月产量 (台)

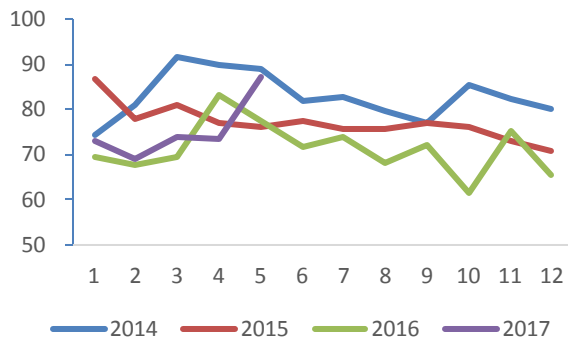


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢管拖累减小

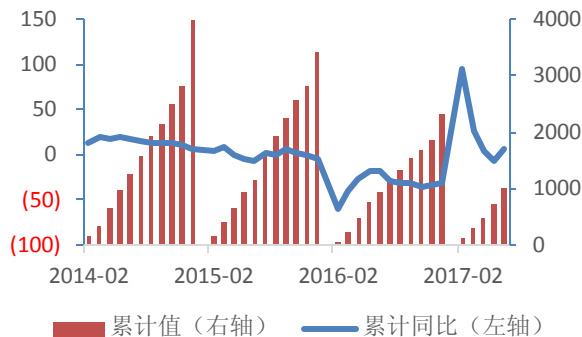
供给保持低位。2017 年 1-4 月，重点企业无缝钢管产量与去年基本持平，累计产量 289.68 万吨，较去年同期降低 0.13%。5 月受下游需求提升影响，产量显著上升，单月产量 87.41 万吨，为 2015 年来最高单月产量。

图 26: 重点企业无缝钢管产量 (万吨)



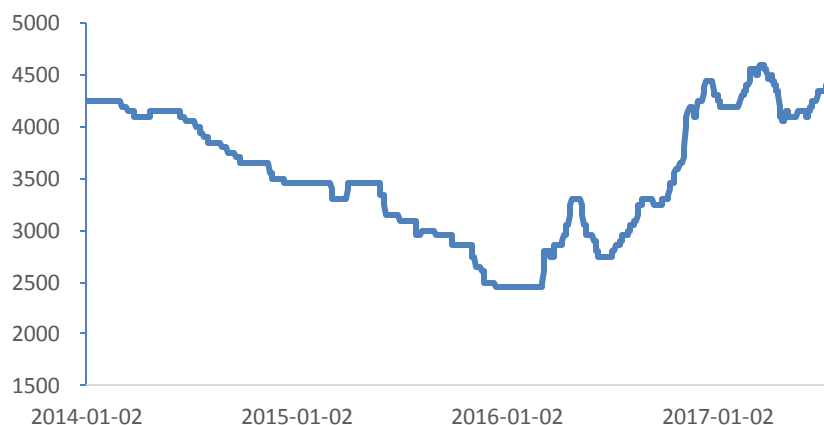
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 石油和天然气开采业固定资产投资完成额 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

价格显著改善。年初以来，在供需关系优化及大宗商品价格整体抬升的影响下，无缝管价格现货价格呈现“W”型波动，但整体处于 2014 年来的较高水平。上半年均价较去年同期增长 54.74%。

图 28: 长沙无缝管 108*4.5 价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

除钢管价格红利及产品结构调整的双重作用外, 华菱钢管在 2016 年已对闲置机器设备计提减值准备 1.99 亿元, 为“轻装上阵”打下铺垫。今年 4 月华菱钢管实现了扭亏并保持了持续盈利, 上半年减亏至 0.82 亿元, 相较去年同期 9.8 亿亏损, 情况显著改善。

财务分析

去杠杆任重道远

截止 2017 年上半年, 华菱钢铁资产负债率高达 85.45%, 远高于钢铁工业协会会员企业 70.0% 的平均水平。年初, 中钢协负责人曾表示要经过 3-5 年的努力, 将钢铁行业的平均资产负债率降到 60% 以下, 其中大多数企业的资产负债率处在 60% 以下的优质区间。按照华菱钢铁当前 720.22 亿的资产规模、615.45 亿的负债规模, 公司要将资产负债率降低到 60% 的水平, 需要缩小 183.32 亿的负债规模。

表 7: 钢铁企业资产负债率 (%)

证券代码	证券简称	2014	2015	2016	2017Q1
601005.SH	*ST 重钢	78.81	89.78	100.29	101.91
000717.SZ	韶钢松山	84.19	97.86	96.94	95.77
600117.SH	西宁特钢	84.58	92.84	86.73	87.18
000932.SZ	*ST 华菱	79.89	86.05	86.90	86.50
600399.SH	抚顺特钢	84.99	85.23	83.93	83.93
600569.SH	安阳钢铁	76.26	83.20	82.93	83.53
600581.SH	八一钢铁	92.46	104.96	80.04	79.80
601003.SH	柳钢股份	77.20	80.38	77.73	79.54
000709.SZ	河钢股份	73.44	74.50	74.93	74.79
600307.SH	酒钢宏兴	68.84	76.39	75.73	74.79
000761.SZ	本钢板材	67.79	72.02	75.51	74.53
000959.SZ	首钢股份	61.16	65.45	73.60	72.59
600282.SH	南钢股份	78.32	82.61	80.19	70.79
000825.SZ	太钢不锈	65.99	69.51	68.14	67.69
600782.SH	新钢股份	71.97	69.65	68.90	67.39
600010.SH	包钢股份	81.52	67.36	66.46	66.54
600808.SH	马钢股份	62.21	66.79	66.67	66.27
600231.SH	凌钢股份	78.45	66.64	66.09	65.66

600507.SH	方大特钢	65.51	75.63	65.46	65.54
000778.SZ	新兴铸管	66.77	64.01	62.55	59.61
600019.SH	宝钢股份	45.68	47.83	50.96	55.43
600022.SH	山东钢铁	75.16	56.62	58.41	50.82
000898.SZ	鞍钢股份	47.21	50.70	48.58	50.56
002110.SZ	三钢闽光	67.73	76.85	41.97	42.66
002075.SZ	沙钢股份	41.01	38.11	38.48	39.90
600126.SH	杭钢股份	48.33	34.30	41.34	39.09
000708.SZ	大冶特钢	34.01	31.91	36.32	34.17

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2016 年, 华菱钢铁财务费用 23.16 亿元, 其中利息支出 18.92 亿元, 在行业中仍处于高位。同年公司营业利润-17.62 亿元, 财务费用极大程度的侵蚀了公司利润。

表 8: 2016 年钢铁企业财务费用情况 (%, 亿元)

证券代码	证券简称	财务费用/营业总收入	财务费用	财务费用明细-利息支出
601005.SH	*ST 重钢	26.90	11.88	11.43
600399.SH	抚顺特钢	7.57	3.54	3.63
600117.SH	西宁特钢	7.50	5.55	5.36
000709.SZ	河钢股份	5.35	39.90	21.52
000932.SZ	*ST 华菱	4.64	23.16	18.92
000959.SZ	首钢股份	4.41	18.44	26.11
000717.SZ	韶钢松山	4.09	5.71	4.35
600307.SH	酒钢宏兴	4.08	14.33	9.17
600569.SH	安阳钢铁	3.83	8.45	8.85
600581.SH	八一钢铁	3.36	3.32	3.31
000761.SZ	本钢板材	3.28	9.68	7.25
600282.SH	南钢股份	2.85	6.90	7.41
000825.SZ	太钢不锈	2.85	16.18	14.01
600231.SH	凌钢股份	2.67	3.86	4.06
601003.SH	柳钢股份	2.41	6.42	4.13
600010.SH	包钢股份	2.37	7.36	6.27
000898.SZ	鞍钢股份	2.22	12.86	13.60
600808.SH	马钢股份	1.64	7.94	8.96
000778.SZ	新兴铸管	1.63	8.48	9.08
600782.SH	新钢股份	1.56	4.76	5.37
600022.SH	山东钢铁	1.31	6.57	6.20
600019.SH	宝钢股份	1.18	21.86	26.64
002110.SZ	三钢闽光	1.03	1.45	1.61
600507.SH	方大特钢	1.02	0.91	0.95
600126.SH	杭钢股份	0.93	1.83	2.52
002075.SZ	沙钢股份	-0.03	-0.02	0.07
000708.SZ	大冶特钢	-0.16	-0.10	0.05

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

吨钢市值行业底位

截止 2017 年 8 月 13 日, 已有 18 家钢企发布了半年报或中报预告, 其中华菱钢铁的吨钢市值为 1253 元, 是 18 家中的最低值, 具备一定的配置优势。

表 9: 2017 中报业绩预报

代码	名称	2017H1 预报归母 净利润中值 (亿元)	PE (基于中报*2)	PB (LF)	吨钢市值 (元)
000932	*ST 华菱	9.56	9.92	2.64	1253
600569	安阳钢铁	0.28	196.58	2.24	1616
600782	新钢股份	5.50	12.87	1.61	1691
000709	河钢股份	12.10	20.32	1.10	1765

000761	本钢板材	5.24	17.67	1.42	1948
600231	凌钢股份	4.05	14.68	2.13	2318
600282	南钢股份	11.50	8.56	2.77	2365
000898	鞍钢股份	18.23	13.67	1.10	2510
000717	韶钢松山	6.50	10.69	12.53	2620
000825	太钢不锈	7.25	20.04	1.28	3019
002110	三钢闽光	9.93	10.83	2.89	3480
600022	山东钢铁	5.96	21.69	1.55	3598
600307	酒钢宏兴	3.51	27.59	2.03	3638
600507	方大特钢	6.86	12.67	6.68	4835
000778	新兴铸管	4.65	28.28	1.38	5422
000959	首钢股份	9.25	20.96	1.45	5947
600117	西宁特钢	0.10	372.06	2.58	5963
002075	沙钢股份	1.60	111.17	12.46	11591

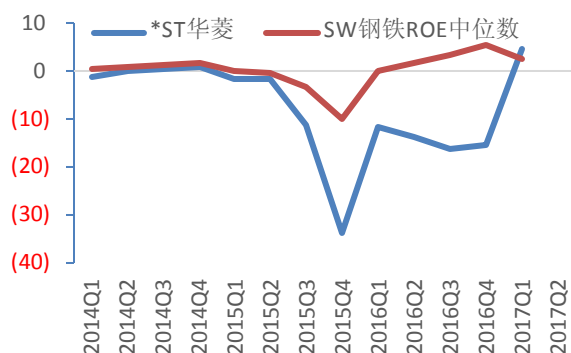
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：其中 PE 值根据中报业绩预告数据计算得出，PE=市值/年化利润，市值取 wind 数据

盈利能力较弱，但今年有大幅改善

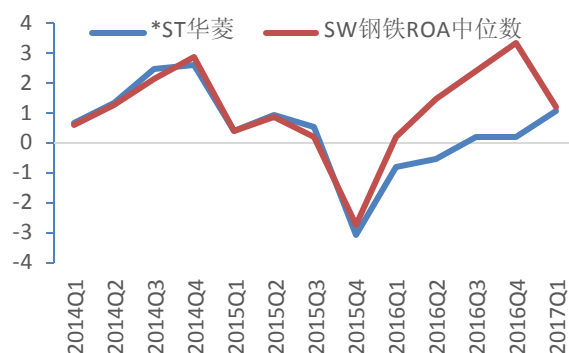
近年来，华菱钢铁盈利能力在行业中处于中等偏弱水平，受行业周期波动影响较大。公司净资产收益率 ROE 持续低于行业水平，总资产报酬率 ROA 在 2016 年也低于行业中位水平。但 2017 年 1 季度，随着公司降本增效等一系列工作的开展，公司盈利能力显著改善，ROA 恢复到行业中位水平，ROE 更是提高到 4.81%，高于同期 SW 钢铁行业 ROE 中位数。2 季度，盈利水平进一步改善，ROE 提升到 14.24%，ROA 提升到 2.81%。

图 29: *ST 华菱与钢铁行业 ROE 比较 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 30: *ST 华菱与钢铁行业 ROA 比较 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

钢材消费量大幅下滑；

钢材价格涨幅不及预期，拖累公司业绩。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	6684	7884	8216	12032	营业收入	49950	69795	71609	70829
应收款项	4329	6693	6867	6792	营业成本	46468	61335	63145	62513
存货净额	8516	11140	11461	11317	营业税金及附加	292	323	360	366
其他流动资产	2628	3103	3184	3149	销售费用	884	1047	1074	1062
流动资产合计	23733	30396	31302	34865	管理费用	1360	1787	1830	1812
固定资产	42702	41630	40410	39058	财务费用	2316	1245	1055	897
无形资产及其他	3914	3802	3690	3578	投资收益	57	43	43	43
投资性房地产	397	397	397	397	资产减值及公允价值变动	(405)	(100)	(100)	(100)
长期股权投资	200	275	349	424	其他收入	(45)	0	0	0
资产总计	70946	76499	76148	78322	营业利润	(1762)	4000	4088	4121
短期借款及交易性金融负债	29293	26006	21702	21300	营业外净收支	94	140	127	120
应付款项	17675	22709	23363	23069	利润总额	(1668)	4140	4215	4241
其他流动负债	9919	10786	11095	10957	所得税费用	(115)	621	632	636
流动负债合计	56886	59501	56160	55326	少数股东损益	(498)	1159	1180	1188
长期借款及应付债券	3449	3449	3449	3449	归属于母公司净利润	(1055)	2360	2403	2418
其他长期负债	1314	1414	1514	1614					
长期负债合计	4763	4863	4963	5063	现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
负债合计	61649	64364	61123	60389	净利润	(1055)	2360	2403	2418
少数股东权益	3058	4008	4976	5950	资产减值准备	98	(4)	(11)	(14)
股东权益	6239	8127	10049	11983	折旧摊销	2906	3023	3178	3312
负债和股东权益总计	70946	76499	76148	78322	公允价值变动损失	405	100	100	100
					财务费用	2316	1245	1055	897
关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E	营运资本变动	1897	536	476	(92)
每股收益	-0.35	0.78	0.80	0.80	其它	(1527)	954	979	987
每股红利	0.65	0.16	0.16	0.16	经营活动现金流	2723	6969	7125	6711
每股净资产	2.07	2.69	3.33	3.97	资本开支	(213)	(1935)	(1935)	(1935)
ROIC	2%	12%	12%	12%	其它投资现金流	(70)	0	0	0
ROE	-17%	29%	24%	20%	投资活动现金流	(427)	(2009)	(2009)	(2009)
毛利率	7%	12%	12%	12%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	2%	8%	7%	7%	负债净变化	(903)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(1975)	(472)	(481)	(484)
收入增长	20%	40%	3%	-1%	其它融资现金流	66	(3287)	(4304)	(402)
净利润增长率	-64%	-324%	2%	1%	融资活动现金流	(5690)	(3759)	(4784)	(885)
资产负债率	91%	89%	87%	85%	现金净变动	(3394)	1201	331	3817
息率	10.3%	2.5%	2.5%	2.5%	货币资金的期初余额	10078	6684	7884	8216
P/E	-18.1	8.1	8.0	7.9	货币资金的期末余额	6684	7884	8216	12032
P/B	3.1	2.4	1.9	1.6	企业自由现金流	5470	6130	6139	5599
EV/EBITDA	21.0	10.0	9.6	9.5	权益自由现金流	4633	1785	939	4434

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	胡家杰 13902452709 hujiajie@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		