

审慎推荐-A (首次)

*ST华菱 000932.SZ

当前股价: 9.47 元

2017 年 12 月 03 日

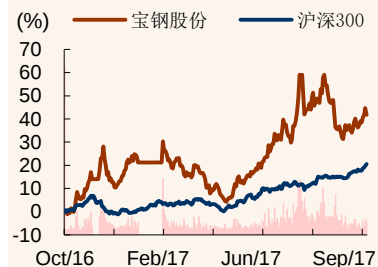
阳钢股权划转至华菱湘钢集团

基础数据

上证综指	3318
总股本 (万股)	301565
已上市流通股 (万股)	301535
总市值 (亿元)	286
流通市值 (亿元)	286
每股净资产 (MRQ)	2.9
ROE (TTM)	29.7
资产负债率	82.5%
主要股东	湖南华菱钢铁集团有
主要股东持股比例	60.32%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	138	60
相对表现	16	124	48



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《华菱钢铁 (000932) — 打造湖南省金控平台, 金融+节能双轮驱动》
2016-09-30

杨件

yangjian7@cmschina.com.cn
S1090517090004

倪文伟

niwenyi@cmschina.com.cn
S1090517090005

事件:

公司公告, 2017 年 11 月湖南省国资委决定通过无偿划转方式, 由公司控股股东湖南华菱钢铁集团有限责任公司下属全资子公司湘潭钢铁集团有限公司持有阳春新钢铁有限责任公司的 83.5% 股权。同时, 发布《关于控股股东华菱集团避免与上市公司潜在同业竞争的承诺函》。

评论:

1、阳钢盈利能力强, 前三季度实现净利润 4.88 亿

阳钢是拥有烧结、炼铁、炼钢、轧材全流程钢铁企业, 主要钢材产品为线材、螺纹钢、圆钢等建筑用材, 年产能 280 万吨, 是华南地区精品线、棒材重要生产基地。阳钢具备较强竞争优势, 主要体现在: 1) 物流优势, 阳钢地处广东省阳江市, 交通便利, 产品主要在广东地区销售, 物流优势明显; 2) 区域市场优势, 广东省地区建筑钢材供不应求, 特别是在国家取缔“地条钢”后, 该区域钢铁企业的盈利空间进一步放大; 3) 盈利能力较强。阳钢近年来业绩表现较好, 15-17 年持续保持盈利。17 年前三季度实现营收 79.54 亿元, 净利润 4.88 亿元。截止前三季度, 其总资产达 75.81 亿元、净资产 25.83 亿元, 资产负债率 65.93%。

2、集团承诺未来阳钢在满足相关条件情况下将注入上市公司

上述股权划转完成后, 华菱集团将间接持有阳钢的股权, 可能存在与其在公司 IPO 时做出“不从事钢铁相同或相近的业务”的承诺存在不一致的情形。因此, 华菱集团出具了《关于避免与上市公司潜在同业竞争的承诺函》。根据承诺函内容, 为避免阳钢与上市公司存在潜在的同业竞争关系, 华菱集团需自间接取得阳钢控股权之日起 5 年内, 在阳钢同时符合以下 3 个条件时的 6 个月内, 依法启动将阳钢股权或资产注入上市公司的相关程序: 1) 最近一期经审计净利润不低于 50000 万元; 2) 其资产或股权符合法律法规及监管要求, 注入上市公司不存在障碍; 3) 符合国家产业政策、证券监管许可以及市场条件允许。考虑到阳钢前三季度已达 4.88 亿的利润规模, 且与上市公司在产品品种以及销售区域方面重叠有限, 不排除阳钢后续注入上市公司的可能性。

3、全年业绩值得期待

公司前三季度实现归母净利润 25.72 亿元, 较去年同期大幅度扭亏。当前, 在采暖季限产的影响下, 社会库存连续下降, 创 09 年来新低, 限产带来供需缺口逻辑逐步兑现。根据测算的五大品种吨钢毛利, 10 月份行业平均利润环比增 10% 左右, 11 月受益成本下跌再增 20% 左右。随着近期钢价的上涨, 预计 12 月份行业平均利润环比增 10% 左右, 四季度整体盈利环比增 20-25% 左右。基于以上预测, 考虑公司 Q3 单季实现净利润 16.16 亿元, 预计 Q4 单季业绩环比增 20% 左右, 超过 19 亿元, 全年业绩达到 44-45 亿元。

4、弹性较大、估值低，仍是板块投资首选标的之一

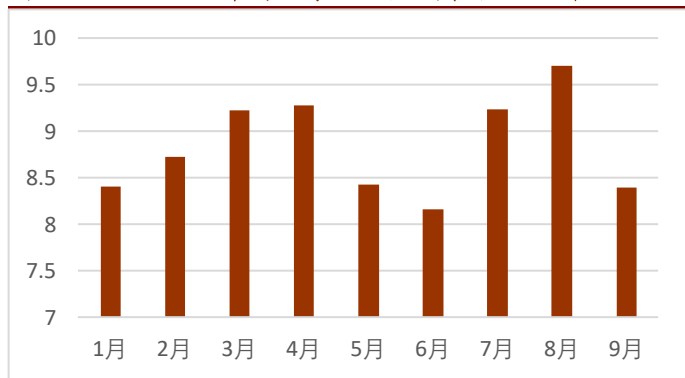
公司吨钢市值 1454 元，全部钢铁股中第二低；每股钢产量 59.7 万吨，位列全部钢铁股第二，是基本面改善逻辑下的高弹性首选的板材标的之一，公司前三季度业绩高增长也验证了其业绩改善的高弹性。按全年业绩，公司目前股价对应 PE 为 6.5 倍，是估值较低的钢铁股之一，具备较强吸引力。

估值与投资建议：

预计公司 17-19 年实现 EPS 分别为 1.46 元、1.81 元、2.06 元，当前股价对应 PE 分别 6.5 倍、5.2 倍、4.6 倍。公司估值低、弹性较大，仍是板块投资首选标的之一。给予“审慎推荐-A”评级。

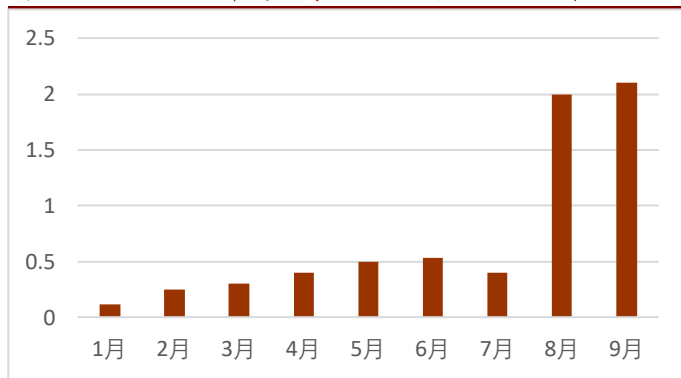
风险提示：宏观经济下滑导致需求不达预期；原料价格上涨过快等。

图 1：阳钢 2017 年前三季度各月销售收入统计（亿元）



资料来源：公司官网、招商证券

图 2：阳钢 2017 年前三季度各月利润总额统计（亿元）



资料来源：公司官网、招商证券

表 1:

附: 财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	27338	23733	29710	31512	33166
现金	10078	6684	5720	6010	7252
交易性投资	497	613	613	613	613
应收票据	3219	1734	3021	3227	3292
应收款项	2251	2452	3746	4002	4082
其它应收款	162	143	216	231	236
存货	8022	8516	11355	12055	12217
其他	3108	3590	5039	5375	5474
非流动资产	49161	47213	45283	43490	41827
长期股权投资	56	200	200	200	200
固定资产	43509	41915	40373	38933	37587
无形资产	3846	3914	3522	3170	2853
其他	1751	1184	1186	1186	1186
资产总计	76499	70946	74993	75002	74993
流动负债	60312	56886	54356	46520	37539
短期借款	30766	27376	19789	10047	622
应付账款	5714	4768	6314	6703	6794
预收账款	2299	4073	5683	6033	6115
其他	21533	20668	22569	23736	24008
长期负债	5513	4763	4763	4763	4763
长期借款	4353	3449	3449	3449	3449
其他	1161	1314	1314	1314	1314
负债合计	65825	61649	59119	51283	42302
股本	3016	3016	3016	3016	3016
资本公积金	7028	7027	7027	7027	7027
留存收益	(2768)	(3804)	603	5760	11671
少数股东权益	3398	3058	5228	7917	10977
归属于母公司所有者权益	7276	6239	10646	15803	21714
负债及权益合计	76499	70946	74993	75002	74993

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	4211	6600	11308	12525	12579
净利润	(2925)	(1011)	4407	5459	6213
折旧摊销	2912	2906	3140	3000	2870
财务费用	2090	1907	1630	1055	474
投资收益	(60)	(57)	(70)	(70)	(70)
营运资金变动	3418	3472	19	391	32
其它	(1224)	(617)	2183	2691	3061
投资活动现金流	(2023)	(1144)	(1139)	(1137)	(1137)
资本支出	(1585)	(1085)	(1207)	(1207)	(1207)
其他投资	(438)	(59)	68	70	70
筹资活动现金流	(1379)	(8570)	(11133)	(11099)	(10200)
借款变动	777	(6406)	(9503)	(9742)	(9425)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(1)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(302)	(302)
其他	(2156)	(2163)	(1630)	(1055)	(474)
现金净增加额	809	(3113)	(964)	289	1243

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	41499	49950	75521	80682	82299
营业成本	40241	46468	63144	67033	67939
营业税金及附加	191	292	378	403	411
营业费用	856	884	1337	1428	1457
管理费用	1478	1360	2056	2197	2241
财务费用	2761	2316	1630	1055	474
资产减值损失	332	430	100	0	0
公允价值变动收益	8	25	10	10	10
投资收益	60	57	60	60	60
营业利润	(4292)	(1718)	6948	8636	9847
营业外收入	160	144	150	150	150
营业外支出	12	50	30	30	30
利润总额	(4144)	(1624)	7068	8756	9967
所得税	(160)	(115)	491	609	693
净利润	(3985)	(1508)	6577	8147	9273
少数股东损益	(1060)	(498)	2171	2689	3060
归属于母公司净利润	(2925)	(1011)	4407	5459	6213
EPS (元)	(0.97)	(0.34)	1.46	1.81	2.06

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-25%	20%	51%	7%	2%
营业利润	-15251%	-60%	-504%	24%	14%
净利润	-2866%	-65%	-536%	24%	14%
获利能力					
毛利率	3.0%	7.0%	16.4%	16.9%	17.4%
净利率	-7.0%	-2.0%	5.8%	6.8%	7.5%
ROE	-40.2%	-16.2%	41.4%	34.5%	28.6%
ROIC	-3.0%	1.3%	20.4%	24.2%	26.1%
偿债能力					
资产负债率	86.0%	86.9%	78.8%	68.4%	56.4%
净负债比率	50.4%	46.2%	31.0%	18.0%	5.4%
流动比率	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.7	1.0	1.1	1.1
存货周转率	5.1	5.6	6.4	5.7	5.6
应收帐款周转率	19.1	21.2	24.4	20.8	20.4
应付帐款周转率	6.5	8.9	11.4	10.3	10.1
每股资料 (元)					
每股收益	-0.97	-0.34	1.46	1.81	2.06
每股经营现金	1.40	2.19	3.75	4.15	4.17
每股净资产	2.41	2.07	3.53	5.24	7.20
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	-9.8	-28.3	6.5	5.2	4.6
PB	3.9	4.6	2.7	1.8	1.3
EV/EBITDA	61.9	23.4	6.8	6.3	6.0

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。