

华菱钢铁（000932）

市场化债转股方案点评：负债率下降 利好长期发展

市场首家地方国企市场化债转股方案

公司于 12 月 8 日发布《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案》公告。方案主要分为两步，公司首先引入 6 家市场化债转股实施机构（建信金融、中银金融、华南华虹、中国华融、农银金融、招平穗达）增资“三钢”（华菱湘钢、华菱衡钢、华菱涟钢）32.8 亿元。之后，公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买资产。其中，公司发行约 13.6 亿股收购华菱集团和投资机构所持有的“三钢”少数股权，即湘钢的 5.29%，涟钢的 37.25% 和衡钢的 31.64%。发股价格按照停牌前 20 个交易日均价的 90%，6.41 元/股。另外，公司拟通过现金支付方式购买华菱节 100% 股权及阳春新钢控制权。

交易完成后公司股权更加清晰，权益产能提升提高公司业绩

按照公司公告方案，公司交易完成后，公司股权变得更加清晰。其中，华菱集团持有上市公司 60.97% 股权，较交易前提高 0.65 个百分点，6 家投资机构持有 11.69% 上市公司股权，其余 27.34% 股权由公众股东持有。而上市公司将持有“三钢”全部股权，实现钢铁资产整体上市。

交易完成后，上市公司产能得到提升。交易完成前，公司持有“三钢”股权分别为 94.71%，62.75%，68.36%，若交易完成后，公司将持有“三钢”全部股权，利好公司未来产量及业绩提升。按照公司每月公布的经营快报显示，华菱“三钢”截至到 11 月份粗钢产量 1795 万吨，目前已超过去年全年 63 万吨。按照 2017 年公司年报公布数据，公司 2017 年实现净利润 52.96 亿元，归母净利润 41.21 亿元，即此次交易完成后公司归母净利润将增加近 12 亿元，叠加交易完成后上市公司还将持有 51% 的阳春新钢和 100% 的华菱节能股权，公司归母净利润有望得到大幅提升。

资产负债率将有望下降至合理水平

公司随着盈利持续维持在高位，资产负债率稳步下降。截至今年三季度，公司资产负债率由 2017 年的 80.54% 下降至 71.08%。此次交易，6 家投资机构共增资 32.8 亿元用于偿还负债，若按照三季度数据计算，公司负债规模将下降至 488.53 亿元，资产负债率降至 66.6%。而公司前三季度财务费用共 11.37 亿元，折合吨钢为 78.25 元/吨。交易完成后，公司财务费用将进一步下降，增厚企业利润。

公司经营稳定，维持“买入”评级

11 月份以来，钢材价格虽然出现回调，但公司产品以品种钢材为主，利好公司保证利润空间。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.50 元，2.76 元，3.39 元，维持“买入”评级。

风险提示：交易能否完成存在不确定性，宏观经济下行等风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	49,949.62	76,656.36	99,653.27	124,566.59	140,760.24
增长率(%)	20.36	53.47	30.00	25.00	13.00
EBITDA(百万元)	3,504.29	9,922.60	13,889.30	16,338.56	19,392.97
净利润(百万元)	(1,055.17)	4,120.92	7,551.89	8,322.68	10,217.41
增长率(%)	(64.34)	(490.55)	83.26	10.21	22.77
EPS(元/股)	(0.35)	1.37	2.50	2.76	3.39
市盈率(P/E)	(18.21)	4.66	2.54	2.31	1.88
市净率(P/B)	3.08	1.86	1.27	0.94	0.73
市销率(P/S)	0.38	0.25	0.19	0.15	0.14
EV/EBITDA	12.96	4.56	1.59	1.52	0.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	钢铁/钢铁
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.37 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,015.65
流通 A 股股本(百万股)	3,015.32
A 股总市值(百万元)	19,209.69
流通 A 股市值(百万元)	19,207.59
每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	71.08
一年内最高/最低(元)	10.77/6.08

作者

王茜 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090005
wangqian@tfzq.com

马金龙 联系人
majinlong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《华菱钢铁-公司点评:公司产品量价齐升 前三季度再创佳绩》2018-10-13
- 2 《华菱钢铁-公司点评:公司业绩再超预期 全年有望保持高速增长》2018-07-04
- 3 《华菱钢铁-季报点评:主营产品需求旺盛 管理提升助力公司持续高盈利》2018-04-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,683.88	5,789.10	14,579.80	13,868.91	23,207.22
应收账款	2,594.99	2,820.24	6,562.45	2,042.77	2,573.89
预付账款	1,017.98	1,016.26	1,710.97	1,764.46	2,047.45
存货	8,516.41	7,760.81	20,168.78	12,542.32	26,410.82
其他	4,919.41	12,472.77	11,713.51	13,147.09	16,332.99
流动资产合计	23,732.67	29,859.18	54,735.51	43,365.55	70,572.37
长期股权投资	200.44	255.91	255.91	255.91	255.91
固定资产	41,914.59	39,827.21	40,828.52	39,778.22	42,671.79
在建工程	787.71	666.78	606.75	634.72	1,144.31
无形资产	3,913.86	3,919.34	3,815.01	3,759.36	3,731.57
其他	396.70	401.40	649.03	523.48	696.58
非流动资产合计	47,213.29	45,070.64	46,155.23	44,951.70	48,500.16
资产总计	70,945.96	74,929.82	100,890.74	88,317.25	119,072.52
短期借款	27,376.16	23,052.84	10,342.10	10,260.00	4,090.23
应付账款	7,604.18	7,186.98	20,180.04	10,944.46	22,526.11
其他	21,905.97	17,680.54	41,925.66	29,547.45	45,462.56
流动负债合计	56,886.31	47,920.36	72,447.79	50,751.91	72,078.90
长期借款	3,449.31	3,324.00	2,576.53	2,506.42	1,590.65
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,313.61	9,104.63	3,859.58	4,759.27	5,907.83
非流动负债合计	4,762.92	12,428.63	6,436.11	7,265.69	7,498.48
负债合计	61,649.23	60,348.99	78,883.90	58,017.61	79,577.38
少数股东权益	3,057.51	4,232.93	6,869.55	9,902.62	13,298.54
股本	3,015.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65
资本公积	7,027.19	7,027.43	7,303.30	7,153.30	7,333.30
留存收益	3,193.47	7,314.63	12,121.63	17,381.38	23,180.95
其他	(6,997.08)	(7,009.82)	(7,303.30)	(7,153.30)	(7,333.30)
股东权益合计	9,296.73	14,580.83	22,006.84	30,299.64	39,495.14
负债和股东权益总	70,945.96	74,929.82	100,890.74	88,317.25	119,072.52

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(1,552.93)	5,296.26	7,551.89	8,322.68	10,217.41
折旧摊销	2,905.93	2,805.86	2,363.06	2,427.99	2,704.64
财务费用	1,907.12	1,906.13	1,198.61	710.19	411.78
投资损失	(57.17)	(63.73)	(60.45)	(60.45)	(30.12)
营运资金变动	2,872.48	1,091.01	13,961.30	(9,106.36)	12,732.84
其它	525.03	(6,821.58)	3,864.23	3,304.60	4,903.14
经营活动现金流	6,600.45	4,213.96	28,878.64	5,598.66	30,939.69
资本支出	684.20	(7,132.56)	8,445.05	450.31	4,931.45
长期投资	144.22	55.48	0.00	0.00	0.00
其他	(1,972.47)	3,118.93	(12,055.97)	(2,352.78)	(14,467.03)
投资活动现金流	(1,144.05)	(3,958.16)	(3,610.91)	(1,902.47)	(9,535.58)
债权融资	32,741.96	27,443.18	15,059.03	14,474.16	7,319.04
股权融资	(2,209.97)	(1,796.90)	(866.76)	(784.26)	(159.73)
其他	(39,101.81)	(25,310.18)	(30,669.30)	(18,096.98)	(19,225.11)
筹资活动现金流	(8,569.81)	336.10	(16,477.03)	(4,407.07)	(12,065.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,113.41)	591.89	8,790.70	(710.88)	9,338.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	49,949.62	76,656.36	99,653.27	124,566.59	140,760.24
营业成本	46,467.51	65,941.02	83,908.05	104,885.07	118,520.13
营业税金及附加	292.11	568.37	593.34	747.40	858.64
营业费用	884.17	1,009.65	2,056.06	2,491.33	3,040.42
管理费用	1,359.89	1,896.65	2,411.61	2,513.75	2,857.43
财务费用	2,316.17	1,851.25	1,198.61	710.19	411.78
资产减值损失	429.80	160.06	307.27	299.05	255.46
公允价值变动收益	25.14	(27.54)	1,088.84	220.13	1,430.04
投资净收益	57.17	63.73	60.45	60.45	30.12
其他	(119.98)	(161.25)	(2,298.58)	(561.16)	(2,920.32)
营业利润	(1,762.37)	5,354.41	10,327.62	13,200.38	16,276.55
营业外收入	143.93	1.66	97.02	77.58	44.99
营业外支出	49.95	27.38	29.80	13.82	23.31
利润总额	(1,668.39)	5,328.69	10,394.84	13,264.14	16,298.23
所得税	(115.46)	32.43	67.57	1,856.98	2,607.72
净利润	(1,552.93)	5,296.26	10,327.28	11,407.16	13,690.51
少数股东损益	(497.76)	1,175.34	2,775.39	3,084.47	3,473.10
归属于母公司净利润	(1,055.17)	4,120.92	7,551.89	8,322.68	10,217.41
每股收益（元）	(0.35)	1.37	2.50	2.76	3.39

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	20.36%	53.47%	30.00%	25.00%	13.00%
营业利润	-59.27%	-403.82%	92.88%	27.82%	23.30%
归属于母公司净利润	-64.34%	-490.55%	83.26%	10.21%	22.77%
获利能力					
毛利率	6.97%	13.98%	15.80%	15.80%	15.80%
净利率	-2.11%	5.38%	7.58%	6.68%	7.26%
ROE	-16.91%	39.82%	49.89%	40.80%	39.00%
ROIC	1.38%	21.45%	36.81%	66.42%	53.89%
偿债能力					
资产负债率	86.90%	80.54%	78.19%	65.69%	66.83%
净负债率	184.91%	152.42%	123.22%	162.53%	75.13%
流动比率	0.42	0.62	0.76	0.85	0.98
速动比率	0.27	0.46	0.48	0.61	0.61
营运能力					
应收账款周转率	19.95	28.31	21.24	28.95	60.98
存货周转率	6.04	9.42	7.14	7.62	7.23
总资产周转率	0.68	1.05	1.13	1.32	1.36
每股指标（元）					
每股收益	-0.35	1.37	2.50	2.76	3.39
每股经营现金流	2.19	1.40	9.58	1.86	10.26
每股净资产	2.07	3.43	5.02	6.76	8.69
估值比率					
市盈率	-18.21	4.66	2.54	2.31	1.88
市净率	3.08	1.86	1.27	0.94	0.73
EV/EBITDA	12.96	4.56	1.59	1.52	0.50
EV/EBIT	75.90	6.35	1.92	1.78	0.58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com