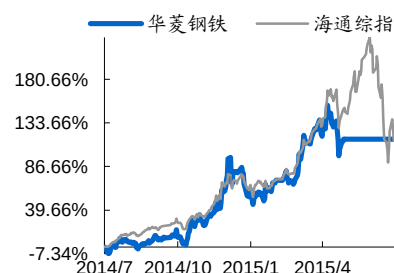


投资评级 **增持** **维持**
股票数据

6 个月内目标价（元）	5.00
07 月 16 日收盘价（元）	4.34
52 周股价波动（元）	1.94-5.62
总股本/流通 A 股（百万股）	3016/3015
总市值/流通市值（百万元）	14204/14201

相关研究

《华菱钢铁(000932)跟踪报告——经营好转但压力仍重 20110901》2011.09.01
《华菱钢铁（000932）调研简报——不可忽视的软实力 2010 年 2 月 2 日》2010.02.02

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	0.0	0.0	-2.5
相对涨幅（%）	24.0	14.1	7.0

资料来源：海通证券研究所

转型与改革并举

投资要点：

- **非公开增发 A 股股票。**向不超过 10 名特定对象发行 9.27 亿股，增发价为 4.53 元，募集不超过 42 亿元资金。其中华菱集团认购不低于本次增发股本的 10%，华菱集团认购股份锁定 36 个月，其他投资者认购股份锁定 12 个月。
- **四大类募集资金投资项目。**合计需要 53.46 亿元，超过募投资金 42 亿元的部分公司自筹。四个大类分别为“互联网+”投入 15.50 亿元、“环保节能”投入 21.04 亿元、“特种用钢”投入 5.29 亿元、“其他”投入 11.63 亿元。
- **切入钢材电商具有天然优势。**近年来公司完成了多个国家项目的课题研究，创建了一套较为完整、国内领先的企业与大客户之间 B2B 业务协同平台。公司物流基础完备，未来成长空间巨大。
- **节能环保项目能增厚业绩。**公司以 1.27 倍 PB、8.5 倍 PE 收购华菱集团持有的华菱节能 100% 股权。投资 9.46 亿元新建两个高温煤气高效利用发电项目，投产正常运营后能带来每年约 2.81 亿元的利润。收购与新建环保项目合计带来每年约 4.40 亿元的利润，并且可减少关联交易。
- **特种用钢技改项目可提高产品竞争力。**5m 宽厚板品种升级技术改造项目投资 8910 万元，投产正常生产后每年约带来 3950 万元的利润。优质特种合金钢线棒技改项目投资 4.40 亿元，投产正常生产后每年约带来 4882 万元的利润。
- **汽车板是未来亮点。**公司主产第四代汽车板，强度在 1200-1500Mpa 左右，适应轻量化方案。产线成熟后，假设每吨汽车板可以贡献 800 元利润，按 150 万吨产能计算，每股可增厚 0.20 元。
- **国企改革渐有效果。**“四化目标”：股权多元化、激励市场化、团队职业化、利益一体化。资产业务重组。改革董事会结构。省国资委下放领导任命权。限制省委任命的干部薪酬。鼓励员工内部创业。
- **盈利预测。**我们看好公司募投项目所带来的利润增厚，在不考虑未来增发项目的情况下，我们预测今明两年的每股收益分别为 -0.11 元和 0.07 元。
- **增持评级。**考虑到未来几个业绩增长点和行情平均估值，我们给予“增持”评级，目标价 5.00 元，对应一季度净资产 PB 为 1.5 倍，对应 2015 年盈利 PE 为负值。
- **风险提示。**业绩不达预期，新产线投产及达产情况存在不确定。

分析师:刘彦奇

Tel:(021)23219391

Email:liuyq@htsec.com

证书:S0850511010002

非公开增发方案

向不超过 10 名特定对象发行 9.27 亿股，增发价为定价基准日（7 月 16 日）前 20 个交易日均价的 90%即 4.53 元，募集不超过 42 亿元资金。其中华菱集团认购不低于本次增发股本的 10%，华菱集团认购股份锁定 36 个月，其他投资者认购股份锁定 12 个月。

募投项目

募集资金投资项目共有四个大类 8 个子项目，合计需要 53.46 亿元，超过募投资金 42 亿元的部分公司自筹。四个大类分别为“互联网+”投入 15.50 亿元、“节能环保”投入 21.04 亿元、“特种用钢”投入 5.29 亿元、“其他”投入 11.63 亿元，合计 53.46 亿元（表 1）。

表 1 华菱钢铁非公开发行募投项目

序号	业务类别	项目名称	预计总投资额（万元）	募集资金拟投入额（万元）
1	互联网+	“互联网+钢铁”产业链转型升级项目	155,000	113,500
2		收购湖南华菱节能发电有限公司 100%股权	115,859	115,859
3	节能环保	湘钢 1*135MW 超高压高温煤气高效利用发电项目	47,099	30,000
4		华菱节能 1*135MW 超高压高温煤气高效利用发电项目	47,467	18,987
5	特种用钢	5m 宽厚板品种升级技术改造项目	8,910	8,910
6		优质特种合金钢线棒生产线技术改造项目	43,959	16,400
7	其他	偿还银行借款	80,000	80,000
8		补充流动资金	36,344	36,344
合计			534,638	420,000

资料来源：华菱钢铁非公开发行公告，海通证券研究所

公司切入电商有其天然优势

钢材电商是一个完整的产业链，需要生产制造、物流仓储、加工配送、金融服务等各个环节的高度配合。

近年来华菱钢铁在信息化建设、电子商务拓展、物流等方面已经做出有益的尝试，并收到较好成效。华菱钢铁各子公司内部已建成了以 MES 为核心的生产制造和以 ERP 为核心的业务管理信息系统，承接完成了国家 863 项目——“典型钢铁企业 MES 及产销一体化关键技术开发”、国家发改委高新技术项目——“典型钢铁企业供应链电子商务系统”以及国家“十二五”科技支撑计划——“钢铁企业集团生产管控数字化应用示范”等多个课题的研究，创建了一套较为完整、国内领先的企业与大客户之间 B2B 业务协同平台。

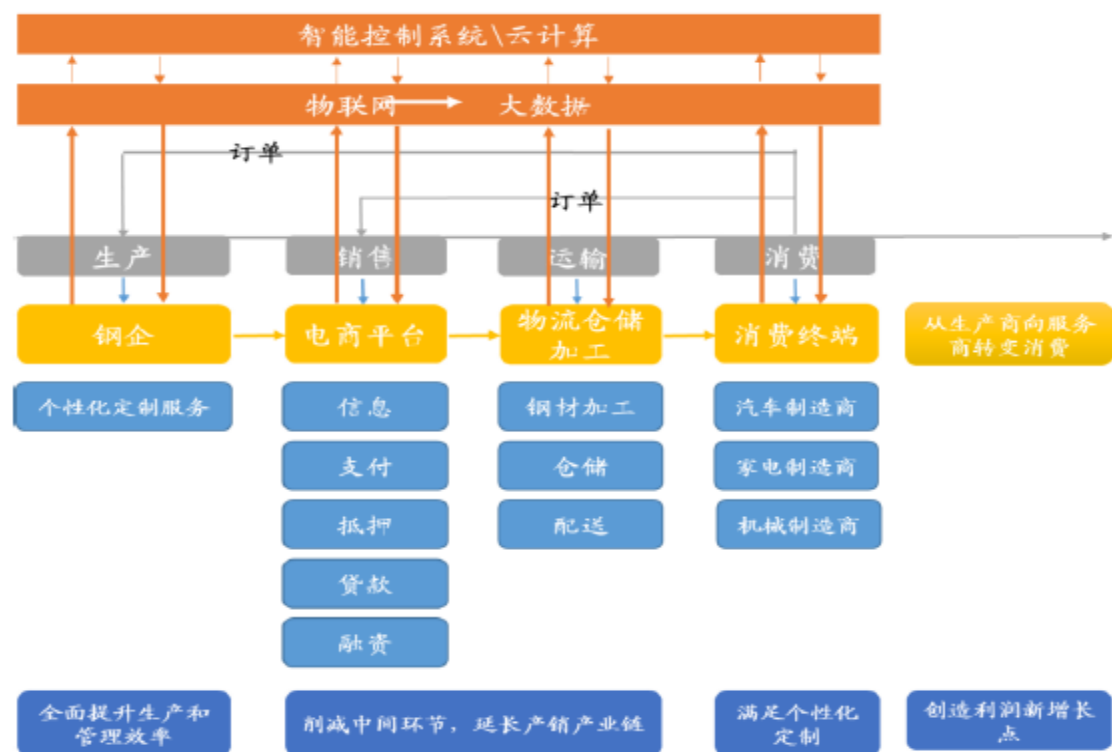
公司物流基础完备，全方位完善金融服务配套。集团在湖南经营数十年，附近长江湘江主要码头都在华菱集团下面，其中欣港国际物流 2015 年收入规模可达 50 亿元，因此关键物流节点都能控制，物流配送早就成型，并在全国有一定布局，能够控制供应链金融风险。此外，为完善电商产业链金融，公司计划成立一个小额贷款子公司（投资 3 亿元，公司投入 2.65 亿元，其他股东 3500 万）、融资担保项目（投资 3 亿元，公司投入 2.85 亿元，其他股东 1500 万）、第三方支付公司（投入 1 亿元）、动产抵押项目（投入 1 亿元）、商业保理项目（投资 5 亿元），上述项目筹备期 6-12 个月。

“互联网+重资产”改善用户体验。公司具有品类相对齐全的钢材品种、具有成熟的技术人员和深谙钢材市场的销售团队，这是第三方电商所没有的优势，此外，公司完全可以采用定制化生产的方式改善用户的体验，使用户真切体会到高质量的产品和综合服务方案带来的效益，而不仅仅是一个采购流程的改变。

华菱钢铁下属的“荷钢网”完成 O2O 钢材交易量 14 万吨，实现营业收入 3.89 亿元；2015 年以来“荷钢网”在湖南省开发了 52 个县域终端分销门店，月销售量达 4-5 万吨，算上自营和撮合交易每个月已经有 10 万吨的成交量，2015 年会有 15 亿元的收入，处于正在爆发成长的阶段。华菱钢铁目前有 1800 万吨产能，2014 年产量占湖南省总产量的比例高达 83%，具有明显的地域特征。

目前国内电商约 200 家，总交易量约占全国钢材销售量的 10%左右，未来成长空间巨大。

图1 华菱钢铁建设“互联网+钢铁”产业链转型升级项目的总体思路架构图



资料来源：华菱钢铁非公开增发公告，海通证券研究所

收购集团环保项目并投资新建两个环保节能项目能增厚公司业绩

公司以 1.27 倍 PB、8.5 倍 PE 收购华菱集团持有的华菱节能 100% 股权，我们认为是一个便宜的价格。此外公司投资 9.46 亿元新建两个高温煤气高效利用发电项目，投产正常运营后能带来每年约 2.81 亿元的利润。收购与新建环保项目合计带来每年约 4.40 亿元的利润。目前华菱钢铁主业亏损，这在一定程度上能够增厚公司业绩。

完成收购和建设两个环保发电项目以后，可减少关联交易。原来股份的废气等卖给集团，集团再发电，公司再购买。目前按集团口径计算自发电达 85%，全部是采用废弃余压等，没有用煤，新上两套 CCGT 以后，集团口径自发电可以达到 95%。

特种用钢技改项目可以明显提高公司产品竞争力

5m 宽厚板品种升级技术改造项目投资 8910 万元，投产正常生产后每年约带来 3950 万元的利润，优质特种合金钢线棒技改项目投资 4.40 亿元，投产正常生产后每年约带来 4882 万元的利润。5m 宽厚板品种升级技术改造主要是为了更好地给煤炭机械、工程机械、压力容器、石油储罐、桥梁、耐磨钢、军工、核电、海洋石油平台钢等提供重要结构钢板。优质特种合金钢线棒技改项目瞄准“中国制造 2025”战略和国家发改委、工信部联合下发的《2015 年产业振兴和技术改造专项重点方向》中明确的海洋工程装备用关键钢材品种（海洋工程结构用高强度无缝钢管、特种合金焊接材料）和交通设备用关键钢材品种（高性能齿轮用钢）。

公司汽车板是未来一大亮点

公司持有与安米合资的 VAMA 汽车板公司 51% 股权。主要生产第四代汽车板，强度在 1200-1500Mpa 左右，国内主流汽车板在 700-900Mpa，产能 150 万吨。技术方米塔尔的汽车板全球市占率为 35%，欧美占 60% 以上，是世界最大的汽车板供应商。为实现批量生产，首先要通过汽车厂认证，目前已经通过福特、一汽大众、东风、标致的认证。汽车板认证的规矩是对每个新设的汽车板生产线都要重新认证。公司汽车板强度高达 1500Mpa，可以适应目前的轻量化解决方案，由于强度高可以节约重量 19%，减少二氧化碳排放 13%。汽车板流程很长，是材料、热处理、焊接、设计等很多方面的综合集成。目前每个月 6 万吨左右产量，大部分还是非汽车板，因为认证还没有完成，汽车板认证时间一般 40 个月，VAMA 产品认证时间大幅缩短。目前汽车板每个月 2 万吨，2015 年可以 35 万吨左右。生产线成熟以后，汽车板比例在 80%-85%，其他为家电板等高端工业用冷板。VAMA 完全发挥是 150 万吨产能，但考虑到材料重量的减轻，实际上相当于 180 万吨，按照目前的盈利情况，如果产线正常后，假设每吨汽车板可以贡献 800 元利润（这个利润在过去几年不算高），华菱钢铁

按控股比例可得约 6 亿元净利润，按照现在 30 亿股本，每股增厚 0.20 元。

外部内部改革渐有效果

湖南省国企改革两家重点单位，华菱集团是一家（华菱是湖南最大的企业，无论民企国企）。改革有“四化目标”：股权多元化、激励市场化、团队职业化、利益一体化。具体内容正在研究。资产业务重组，包括集团内部、省国资委内部，都可以打乱重组。改革董事会结构，以前全部是内部董事，与经营管理层高度重叠，以后集团 50%董事要外部董事。省国资委对董事会在人事方面授权，将三个子公司领导任命权下放到集团，以前是省国资委任命，包括经营层面，要实现国有企业的民营机制经营。限制薪酬只限制省委任命的干部，董事长党委书记，不是省委任命的干部薪酬由董事会确定。上次总共授予 345 万股股权激励，占总股本千分之一，个人不能超过三年收入的 30%。内部创业：员工内部创业，参与提成 5 年。2013 年-2015 年，内部创业分别创造效益 7.5 亿元、9.5 亿元、12.3 亿元。

从 PS 看公司与其它公司相比仍非常便宜

公司受行业及中厚板的影响，这几年盈利不佳，导致 PS 非常低（表 2），是钢铁板块最便宜的一个，这也意味着一旦行业复苏，也是业绩弹性最大的一个。

公司 5 月 14 日停牌，停牌期间上证 A 股调整 13%，深成调整 20%，钢铁指数调整 7%，但由于钢铁股近十几家停牌且仍未复牌，因此扣除停牌的平均跌幅约 18%。

表 2 钢铁板块 PS 比较（收盘价为 2015 年 7 月 16 日，收入为 2014 年）

证券简称	PS	证券简称	PS	证券简称	PS
华菱钢铁	0.25	山东钢铁	0.52	新兴铸管	0.82
新钢股份	0.26	柳钢股份	0.56	大冶特钢	0.88
三钢闽光	0.30	马钢股份	0.58	方大特钢	0.90
凌钢股份	0.31	本钢板材	0.58	首钢股份	1.44
酒钢宏兴	0.32	南钢股份	0.59	常宝股份	1.51
八一钢铁	0.33	鞍钢股份	0.61	重庆钢铁	1.62
太钢不锈	0.35	宝钢股份	0.65	贵绳股份	1.65
安阳钢铁	0.35	西宁特钢	0.68	金洲管道	1.95
杭钢股份	0.47	韶钢松山	0.69	抚顺特钢	2.21
武钢股份	0.48	河北钢铁	0.79	永兴特钢	2.39

资料来源：万得资讯，海通证券研究所

盈利预测与投资评级

- 我们看好公司节能环保带来的利润增厚，对汽车板正常生产以后的业绩非常期待，特种用钢项目也能带来一定的业绩增厚，但电商由于仍处于战国时代，未来很难预测业绩。在不考虑未来增发项目的情况下，我们预测今明两年的每股收益分别为-0.11 元和 0.07 元（表 3）。考虑到未来几个业绩增长点 and 行情平均估值，我们给予“增持”评级。目标价 5.00 元，对应一季度净资产 PB 为 1.5 倍，对应 2015 年盈利 PE 为负值。

风险提示

业绩不达预期，新产线投产及达产情况存在不确定。

表 3 华菱钢铁盈利预测 (亿元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业总收入	593.21	597.06	556.73	506.40	529.49
营业收入	592.56	596.52	556.00	505.60	528.69
其他业务收入(金融类)	0.65	0.53	0.73	0.80	0.80
营业总成本	627.52	601.72	556.93	511.61	528.60
营业成本	582.91	564.96	512.49	471.22	486.40
营业税金及附加	2.06	2.29	1.92	1.77	1.85
销售费用	6.10	5.81	7.49	6.57	6.87
管理费用	16.59	14.89	15.15	13.15	13.75
财务费用	18.18	12.61	18.94	18.20	19.03
资产减值损失	1.27	0.83	0.62	0.40	0.40
其他业务成本(金融类)	0.41	0.32	0.31	0.30	0.30
其他经营收益	0.51	3.61	0.17	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	-0.03	0.05	0.00	0.00
投资净收益	0.50	3.65	0.12	0.50	0.50
营业利润	-33.80	-1.05	-0.03	-5.21	0.89
加: 营业外收入	0.29	2.81	1.80	2.00	2.00
减: 营业外支出	0.06	0.10	0.03	0.00	0.00
利润总额	-33.57	1.66	1.74	-3.21	2.89
净利润	-34.63	1.47	1.47	-3.81	2.19
减: 少数股东损益	-2.09	0.42	0.72	-0.50	0.00
归属于母公司所有者的净利润	-32.54	1.06	0.75	-3.31	2.19
加: 其他综合收益	-0.16	-0.14	0.02	0.00	0.00
每股收益 (元/股)	-1.08	0.04	0.02	-0.11	0.07
总股本	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16

资料来源: 万得资讯, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘彦奇 钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 音飞储存, 永兴特钢

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
			股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
				增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
				中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间;
				减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间;
				卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
				中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
				减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。