

华菱钢铁(000932)/钢铁

轻装上阵, 未来可期

评级: 增持(维持)

市场价格: 6.30

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师: 赖福洋

执业证书编号: S0740517080002

电话: 021-20315128

分析师: 邓轲

执业证书编号: S0740518040002

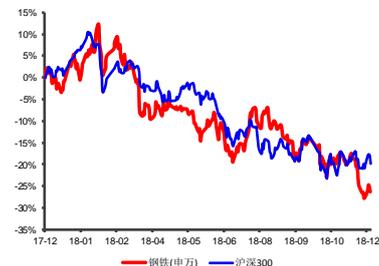
电话: 021-20315223

研究助理: 曹云

电话: 021-20315766

基本状况

总股本(亿股)	30.16
流通股本(亿股)	30.15
市价(元)	6.30
市值(亿元)	190
流通市值(亿元)	190

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 业绩再创新高
- 2 前三季度和第三季度业绩双创新高
- 3 二季度盈利创历史最优

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	49,949.62	76,656.36	91,037.10	106,349.53	109,688.91
增长率 yoy%	20.36%	53.47%	18.76%	16.82%	3.14%
净利润	-1,055.17	4,120.92	7,054.56	10,369.91	10,541.83
增长率 yoy%	-64.34%	-490.55%	71.19%	47.00%	1.66%
每股收益(元)	-0.35	1.37	2.34	2.37	2.41
每股现金流量	2.19	1.40	4.51	4.16	4.76
净资产收益率	-16.91%	39.82%	40.59%	30.14%	24.61%
P/E	-18.01	4.61	2.69	2.66	2.62
PEG	0.06	0.18	-0.01	-0.01	0.10
P/B	3.05	1.84	1.09	0.80	0.64

备注:

投资要点

- 起因-资产负债率较高:** 在近二十年的上市历程中, 公司投入大量资金进行技改和升级, 但由于公司原外资股东安赛乐米塔尔不愿稀释其股权, 公司融资需求主要依靠银行负债, 资产负债率随之逐渐攀升。三季度末公司资产负债率虽较 2017 年底已下降 9.46 个百分点至 71.08%, 但仍超过板块 56% 的平均负债水平。考虑到高负债是历史遗留问题, 单纯通过经营积累降杠杆将需要较长周期, 因此公司拟通过市场化债转股来解决高负债问题, 同时为减少每股收益摊薄, 公司将市场化债转股和收购华菱集团优质钢铁资产同步实施;
- 过程-市场化债转股+钢铁资产整体上市:** 此次方案包含三方面: (1) 增资: 6 家市场化债转股实施机构对华菱钢铁控股的优质钢铁资产华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管合计增资 32.8 亿元; (2) 发行股份: 对 6 家特定投资机构、华菱集团及其全资子公司衡钢集团、涟钢集团以 6.41 元发行 13.62 亿股收购“三钢”全部少数股权, 其中与特定机构交易金额 32.8 亿元, 与华菱集团、涟钢集团、衡钢集团交易金额 54.48 亿元; (3) 支付现金 17.74 亿元购买华菱节能 100% 股权, 发行股份及支付现金交易金额合计高达 105.02 亿元。此外, 为解决潜在同业竞争问题, 上市公司拟支付现金收购阳春新钢控制权, 目前已签订框架协议;
- 成果-降杠杆增盈利:** 6 家特定投资机构以债权或现金对“三钢”增资 32.8 亿元均用于偿还银行贷款, 增资完成后每年可直接减少财务费用 1.64 亿元, “三钢”资产负债率均下降 5% 左右。当百亿资产重组落地后, 华菱节能将纳入上市公司合并财务报表范围, 上市公司控股子公司华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管将成为上市公司全资子公司, 后期阳春新钢也将成为公司控股子公司。以 2017 年财务口径测算, “三钢”少数股东损益 11.02 亿元, 华菱节能和阳春新钢净利润分别为 1.31 亿元和 6.05 亿元(按 51% 折算), 三者合计可增厚利润 15.42 亿元, 结合减少的财务费用折合每股收益为 1.34 元, 与 2017 年每股收益 1.37 元基本持平, 整体股东利益得以保障。此外, 相关交易也将解决华菱集团与上市公司之间的潜在同业竞争并大幅减少关联交易, 上市公司独立性有所增强, 有利于未来发挥管理与业务协同效应;
- 未来-高质量发展:** 今年以来公司在产品升级及成本管控方面持续发力, 关于产品结构, 公司一方面已与湘钢集团签订关于现金收购阳春新钢框架协议, 另一方面华菱湘钢拟自筹资金进行技改, 一是投资 2.8 亿元新建一台五机五流方坯连铸机及配套系统, 设计产能 100 万吨, 二是投资不超过 5.6 亿元新建中小棒特钢轧制线工程项目, 设计产能 60 万吨, 上述收购及新建计划预计 2019 年可初步完成。关于成本方面, 公司一方面收购集团煤焦化公司及华菱节能 100% 股权, 另一方面通过优化运输路线和港口布局, 进一步加强对成本端的压缩和控制。此次交易完成后, 华菱集团、涟钢集团、衡钢集团对此次交易取得的股份有 36 个月锁定期, 6 家特定投资机构持有用于认购该等股份资产的时间超过 12 个月, 自发行结束之日起 12 个月内不得转让, 公司也相应从 2019 年起启动高质量发展三年行动计划, 持续挖潜降成本、调结构提品质, 提升综合竞争能力;
- 投资建议:** 作为中南地区的钢材龙头企业, 公司盈利跟随行业基本面变化。在行业需求并不悲观的情况下, 未来随着公司减轻财务负担效用体现, 有助于进一步提升归属上市公司股东的利润水平。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 2.34 元、2.37 元、2.41 元, 中长期维持“增持”评级;
- 风险提示:** 环保限产效果不及预期; 宏观经济大幅下滑导致需求承压; 相关交易被暂停、中止或取消的风险。

内容目录

百亿规模重组落地.....	- 3 -
解决历史遗留问题.....	- 3 -
市场化债转股+钢铁资产整体上市.....	- 4 -
降杠杆增盈利.....	- 7 -
高质量发展可期.....	- 8 -
产品结构继续优化.....	- 8 -
增强成本控制力.....	- 8 -
投资建议.....	- 9 -
风险提示.....	- 10 -

图表目录

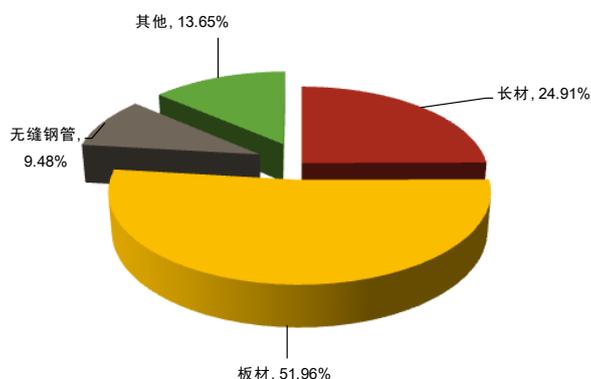
图表 1: 2018 年上半年分产品收入占比.....	- 3 -
图表 2: 2018 年上半年分产品毛利率情况.....	- 3 -
图表 3: 申万钢铁板块上市公司资产负债率变动情况.....	- 4 -
图表 4: 6 家投资机构增资明细 (单位: 万元).....	- 4 -
图表 5: 华菱湘钢产能及产销一览 (单位: 万吨).....	- 5 -
图表 6: 华菱湘钢增资前后各股东持股比例变化.....	- 5 -
图表 7: 华菱湘钢资产负债率变动 (单位: 亿元).....	- 5 -
图表 8: 华菱涟钢产能及产销一览 (单位: 万吨).....	- 6 -
图表 9: 华菱涟钢增资前后各股东持股比例变化.....	- 6 -
图表 10: 华菱涟钢资产负债率变动 (单位: 亿元).....	- 6 -
图表 11: 华菱钢管产能及产销一览 (单位: 吨).....	- 6 -
图表 12: 华菱钢管增资前后各股东持股比例变化.....	- 6 -
图表 13: 华菱钢管资产负债率变动 (单位: 亿元).....	- 7 -
图表 14: 拟向各发行对象发行股票数量.....	- 7 -
图表 15: 发行股份购买资产完成前后上市公司股权结构变化.....	- 7 -
图表 16: 财务预测.....	- 9 -

百亿规模重组落地

解决历史遗留问题

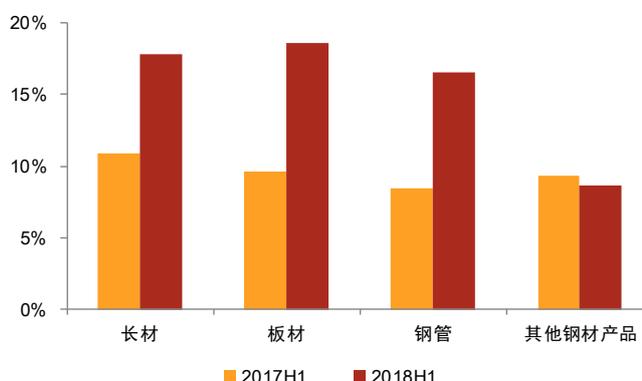
- **资产负债率较高：**作为中南地区的钢材龙头企业，华菱钢铁具备炼铁 1553 万吨、炼钢 1755 万吨的综合生产能力，产品覆盖宽厚板、冷热轧薄板、无缝钢管、线棒材等 10 大类 5000 多种规格系列，已形成板材为主（销售占比超 50%）、管棒线兼有的专业化生产格局。在近二十年的上市历程中，公司投入大量资金进行技术改造和产品升级，但由于公司原外资股东安赛乐米塔尔不愿稀释其股权，公司融资需求主要依靠银行负债，叠加钢铁行业 2013-2015 年寒冬包袱，公司资产负债率逐渐攀升，财务负担日渐沉重；

图表 1：2018 年上半年分产品收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：2018 年上半年分产品毛利率情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **市场化债转股：**在 2018 年中报、三季报业绩连续突破历史新高的情况下，公司三季度末资产负债率虽较 2017 年底已下降 9.46 个百分点至 71.08%，但仍高于板块 56% 的平均负债水平。由于高负债是历史遗留问题，单纯通过经营积累降杠杆需要较长周期，而目前较高的资产负债率不利于公司运营能力和盈利能力的进一步提升，故公司拟通过市场化债转股来降低公司资产负债率，同时为减少每股收益摊薄，公司将市场化债转股和收购华菱集团优质钢铁资产同步实施，并已于 12 月 3 日起开始停牌筹划相关事宜。

图表 3: 申万钢铁板块上市公司资产负债率变动情况

证券代码	证券简称	资产负债率(%)		
		2017年12月31日	2018年6月30日	2018年9月30日
600399.SH	*ST抚钢	111.78	114.12	111.20
600117.SH	西宁特钢	84.74	84.74	87.40
600581.SH	八一钢铁	82.04	81.50	80.42
600569.SH	安阳钢铁	79.63	77.04	75.13
000959.SZ	首钢股份	72.78	72.98	72.94
600307.SH	酒钢宏兴	76.05	73.72	71.81
000709.SZ	河钢股份	74.94	73.80	71.61
000932.SZ	华菱钢铁	80.54	74.72	71.08
000761.SZ	本钢板材	76.43	69.71	67.41
600010.SH	包钢股份	66.22	65.41	64.82
000717.SZ	韶钢松山	79.38	68.25	64.50
601003.SH	柳钢股份	68.80	67.44	63.00
000825.SZ	太钢不锈	63.30	59.90	57.70
000778.SZ	新兴铸管	57.94	57.46	57.66
600808.SH	马钢股份	62.27	59.83	57.02
600022.SH	山东钢铁	54.70	56.30	56.57
600282.SH	南钢股份	58.77	56.14	54.48
600782.SH	新钢股份	58.21	52.75	53.06
600231.SH	凌钢股份	56.76	53.60	51.62
600507.SH	方大特钢	39.99	59.88	51.08
600019.SH	宝钢股份	50.18	49.89	47.60
000898.SZ	鞍钢股份	43.52	43.81	44.12
000708.SZ	大冶特钢	38.77	43.77	41.61
002443.SZ	金洲管道	30.63	31.91	38.91
002318.SZ	久立特材	39.59	39.30	36.97
002110.SZ	三钢闽光	30.09	35.71	35.35
002478.SZ	常宝股份	30.26	32.62	35.22
600126.SH	杭钢股份	31.55	30.07	32.69
601005.SH	重庆钢铁	32.82	28.29	31.33
002075.SZ	沙钢股份	36.32	35.76	30.50
603878.SH	武进不锈	20.97	23.32	26.15
002756.SZ	永兴特钢	14.85	22.68	18.63
平均值		56.40	56.14	54.99

来源: Wind, 中泰证券研究所

市场化债转股+钢铁资产整体上市

- 此次方案包含市场化债转股和钢铁资产整体上市两方面, 具体分为 12 月 5 日市场化债转股实施机构对华菱湘钢、华菱涟钢及华菱钢管(简称“三钢”)增资及 12 月 7 日公司发行股份及支付现金购买“三钢”少数股权及华菱节能 100%股权;
- **增资 32.8 亿:** 公司引入建信金融、中银金融、湖南华弘、中国华融、农银金融和招平穗达 6 家机构以债权或现金形式对华菱钢铁下属控股子公司华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管合计增资 32.8 亿元, 现金增资全部用于偿还银行贷款, 旨在降低“三钢”杠杆率, 为后续重组奠定基础;

图表 4: 6 家投资机构增资明细(单位: 万元)

	华菱湘钢	华菱涟钢	华菱钢管	合计
现金出资:				
建信金融	33600	29600	16800	80000
中银金融	25200	22200	12600	60000
中国华融	21000	18500	10500	50000
农银金融	16800	14800	8400	40000
招平穗达	15960	14060	7980	38000
湖南华弘	12600	11100	6300	30000
合计	125160	110260	62580	298000
债权出资:				
湖南华弘	12600	11100	6300	30000
合计	137760	121360	68880	328000

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **华菱湘钢——宽厚板+棒线材**：华菱湘钢位于湘潭，地处湖南省中部，目前拥有 900 万吨产能，包含 480 万吨板材产能及 420 万吨棒线材产能，其中宽厚板主要以船体和海洋平台用钢、压力容器用钢、桥梁结构钢等品种为主，是卡特彼勒的最大中厚板供应商，也是中联重科及三一重工的主要供货商。增资前华菱钢铁股权比例占 94.71%，6 家投资机构以债权或现金合计对华菱湘钢增资 13.78 亿，以 2018 年 5 月 31 日 100% 股权估值 118.50 亿为依据，增资后投资者合计获得华菱湘钢 10.42% 的股权，华菱湘钢的资产负债率可从 59.84%（以 2018 年 9 月 30 日为计算基准日）降低至约 55.22%；

图表 5：华菱湘钢产能及产销一览（单位：万吨）

期间	产品名称	产能	产量	产量利用率	销量	产销率
2018年1-5月	线材	108	92	85.20%	93.9	102%
	棒材	67	64	95.50%	64.8	101%
	板材	200	207	103.50%	215.2	104%
	合计	375	363	97%	373.9	103%
2017年	线材	260	220	84.60%	216.9	98.6%
	棒材	160	152	95%	150	98.7%
	板材	480	442	92.10%	432.8	97.9%
合计	900	814	90%	799.7	98.2%	
2016年	线材	260	202	77.70%	198.2	98.1%
	棒材	160	122	76.20%	121	99.2%
	板材	480	382	79.60%	381.3	99.8%
合计	900	706	78%	700.5	99.2%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：华菱湘钢增资前后各股东持股比例变化

股东名称	出资形式	增资金额 (万元)	增资前持股比例	增资后持股比例
华菱钢铁	-	-	94.71%	84.84%
华菱集团	-	-	5.29%	4.74%
建信金融	现金	33,600	-	2.54%
中银金融	现金	25,200	-	1.91%
湖南华弘	债权+现金	25,200	-	1.91%
中国华融	现金	21,000	-	1.59%
农银金融	现金	16,800	-	1.27%
招平穗达	现金	15,960	-	1.21%
合计		137,760	100%	100%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：华菱湘钢资产负债率变动（单位：亿元）

项目	2018年9月30日	
	增资前	增资后
负债	153.30	139.52
净资产	102.87	116.65
总资产	256.17	252.65
资产负债率	59.84%	55.22%

来源：中泰证券研究所

- **华菱涟钢——冷热卷+钢筋**：华菱涟钢坐落于湖南娄底，是湖南省属特大型国有企业，产品多以高附加值的超薄高强热轧、冷轧卷板为主，合计产能 950 万吨，包含板材产能 790 万吨，钢筋产能 160 万吨，其中热轧占 70%、冷轧占 20%。增资前华菱钢铁持股 62.75%，6 家投资机构以债权或现金合计对其增资 12.14 亿，以 2018 年 5 月 31 日 100% 股权估值 77.72 亿为依据，投资者合计获得华菱涟钢 13.51% 的股权，增资后华菱涟钢的资产负债率可从 68.21%（以 2018 年 9 月 30 日为计算基准日）降低至约 62.77%；

图表 8: 华菱涟钢产能及产销一览 (单位: 万吨)

期间	产品名称	产能	产量	产量利用率	销量	产销率
2018年1-5月	钢筋	67	63.8	95.70%	82.15	128.80%
	板材	329	238.09	72.30%	243.15	102.10%
	合计	396	301.89	76%	325.3	108%
2017年	钢筋	160	215.57	134.70%	214.85	99.70%
	板材	790	511.72	64.80%	509.59	99.60%
	合计	950	727.29	77%	724.44	100%
2016年	钢筋	160	159.46	99.70%	178.95	112.20%
	板材	790	521.02	66.00%	519.89	99.80%
	合计	950	680.48	72%	698.84	103%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 华菱涟钢增资前后各股东持股比例变化

股东名称	出资形式	增资金额 (万元)	增资前持股比例	增资后持股比例
华菱钢铁	-	-	62.75%	54.27%
华菱集团	-	-	2.74%	2.37%
涟钢集团	-	-	34.51%	29.85%
建信金融	现金	29600	-	3.29%
中银金融	现金	22200	-	2.47%
湖南华弘	债权+现金	22200	-	2.47%
中国华融	现金	18500	-	2.06%
农银金融	现金	14800	-	1.65%
招平穗达	现金	14060	-	1.56%
合计		121360	100%	100%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 华菱涟钢资产负债率变动 (单位: 亿元)

项目	2018年9月30日	
	增资前	增资后
负债	152.18	140.04
净资产	70.91	83.05
总资产	223.09	223.09
资产负债率	68.21%	62.77%

来源: 中泰证券研究所

- **华菱钢管:** 华菱钢管地处衡阳, 拥有铁、钢、管、深加工全流程的专业化生产工艺, 钢管年产能 140 万吨, 三大主打产品油气用管、压力容器用管、机械加工用管应用于建筑、核电、海洋工程等多个领域。增资前华菱钢铁股权比例为 68.36%, 6 家投资机构以债权或现金合计对华菱钢管增资 6.89 亿, 以 2018 年 5 月 31 日 100% 股权估值 30.16 亿为依据, 投资者合计获得华菱钢管 18.59% 的股权, 增资后华菱钢管的资产负债率可从 88.80% (以 2018 年 9 月 30 日为计算基准日) 降低至约 83.31%;

图表 11: 华菱钢管产能及产销一览 (单位: 吨)

期间	产品名称	产能	产量	产量利用率	销量	产销率
2017年	地质专用无缝钢管	9000	8008.45	88.98%	8119.93	101.39%
	石油油管用无缝钢管	38000	37290.37	98.13%	34717.07	93.10%
	石油套管用无缝钢管	330000	286011.11	86.67%	281657.78	98.48%
	石油钻杆用无缝钢管	7000	6290.28	89.86%	5960.51	94.76%
	石油钻铤用无缝钢管	500	0.00	0.00%	0.00	0
	输送液体用无缝钢管	190000	166477.83	87.62%	172335.63	103.52%
	高压锅炉用无缝钢管	100000	89036.12	89.04%	88827.69	99.77%
	低中压锅炉用无缝钢管	2500	2129.67	85.19%	1995.03	93.68%
	高压气瓶用无缝钢管	100000	86644.28	86.64%	85068.66	98.18%
	化纤化工用高压无缝钢管	6000	5418.40	90.31%	4318.47	79.70%
	低温输送液体用无缝钢管	10000	9291.21	92.91%	10673.29	114.88%
	汽车半轴套用无缝钢管	47000	44772.35	95.26%	45050.14	100.62%
	液压支柱用无缝钢管	5500	5096.80	92.67%	4975.56	97.62%
	液压件用无缝钢管	50000	43823.74	87.65%	42032.79	95.91%
	结构用无缝钢管	85000	80360.69	94.54%	73473.37	91.43%
	船舶船舷用无缝钢管	5000	4513.35	90.27%	5298.27	117.39%
	管线用无缝钢管	380000	339604.56	87.79%	347910.42	104.29%
	石油裂化用无缝钢管	4500	3949.50	87.77%	4213.32	106.68%
	其他无缝钢管	30000	27043.87	90.15%	24469.71	90.48%
		合计	1400000	1239762.57	88.55%	1241097.63

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 华菱钢管增资前后各股东持股比例变化

股东名称	出资形式	增资金额 (万元)	增资前持股比例	增资后持股比例
华菱钢铁	-	-	68.36%	55.65%
华菱集团	-	-	25.44%	20.71%
衡钢集团	-	-	6.20%	5.05%
建信金融	现金	16800	-	4.54%
中银金融	现金	12600	-	3.40%
湖南华弘	债权+现金	12600	-	3.40%
中国华融	现金	10500	-	2.83%
农银金融	现金	8400	-	2.27%
招平穗达	现金	7980	-	2.15%
合计		68880	100%	100%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 华菱钢管资产负债率变动 (单位: 亿元)

项目	2018年9月30日	
	增资前	增资后
负债	111.23	104.34
净资产	14.02	20.91
总资产	125.25	125.25
资产负债率	88.80%	83.31%

来源: 中泰证券研究所

- 发行股份购买资产:** 在增资完成后, 上市公司拟向华菱集团及其全资子公司涟钢集团、衡钢集团以及建信金融、中银金融、湖南华弘、中国华融、农银金融、招平穗达 6 家特定投资机构发行股份收购其持有的华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管全部少数股权。本次发行价格为 6.41 元/股, 合计发行 13.62 亿股, 初步交易作价总计为 87.28 亿元;

图表 14: 拟向各发行对象发行股票数量

股东名称	预计交易对价 (万元)	预计发行股数 (万股)
华菱集团	186054.19	29025.61
涟钢集团	338219.81	52764.40
衡钢集团	20556.09	3206.88
建信金融	80000.00	12480.50
中银金融	60000.00	9360.37
湖南华弘	60000.00	9360.37
中国华融	50000.00	7800.31
农银金融	40000.00	6240.25
招平穗达	38000.00	5928.24
合计	872830.09	136166.94

来源: 中泰证券研究所

图表 15: 发行股份购买资产完成后上市公司股权结构变化

股东名称	本次发行股份购买资产前		本次发行股份购买资产后	
	持股数量 (亿股)	持股比例	持股数量 (亿股)	持股比例
华菱集团及其控制的关联方	18.19	60.32%	26.69	60.97%
其中: 华菱集团	18.19	60.32%	21.09	48.19%
涟钢集团	-	-	5.28	12.05%
衡钢集团	-	-	0.32	0.73%
建信金融	-	-	1.25	2.85%
中银金融	-	-	0.94	2.14%
湖南华弘	-	-	0.94	2.14%
中国华融	-	-	0.78	1.78%
农银金融	-	-	0.62	1.43%
招平穗达	-	-	0.59	1.35%
其他公众股东	11.97	39.68%	11.97	27.34%
合计	30.16	100.00%	43.77	100.00%

来源: 中泰证券研究所

- 支付现金购买资产:** 上市公司拟以现金 17.74 亿元收购涟钢集团持有的华菱节能 100% 股权, 华菱节能主要产品为电能、蒸汽及少量能源介质 (包括循环水、氮气、氢气等);
- 百亿规模重组落地:** 公司发行股份购买“三钢”少数股权, 初步交易作价 87.28 亿元, 其中与 6 家市场化债转股实施机构交易金额为 32.8 亿元, 与华菱集团及其全资子公司湘钢集团、涟钢集团交易金额为 54.48 亿元, 加上支付现金 17.74 亿元购买华菱节能 100% 股权, 本次重组交易作价合计高达 105.02 亿元。交易完成后, 华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管及华菱节能均成为华菱钢铁全资子公司, 后期将纳入上市公司合并报表。

降杠杆增盈利

- 改善公司治理:** 根据公司公告, 未来阳春新钢控制权和华菱节能 100% 股权将注入上市公司, 将解决华菱集团与上市公司之间的潜在同业竞争, 并大幅减少关联交易, 增强上市公司独立性。与此同时, 公司将实现对“三钢”核心钢铁资产的全资控股, 有利于后期加强管理与业务协同;
- 降杠杆:** 在百亿规模重组之前, 6 家特定投资机构以债权或现金对“三钢”增资 32.8 亿元, 根据协议约定, 现金增资全部用于偿还银行贷款, 增资完成后每年可直接减少财务费用 1.64 亿元, “三钢”资产负债率均下降 5% 左右, 上市公司资本结构将得到进一步优化;

- **增盈利：**市场化债转股及钢铁资产整体上市后，华菱节能将纳入上市公司合并财务报表范围，同时上市公司控股子公司华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管将成为上市公司的全资子公司，随着后期阳春新钢注入，不仅产能增加至 2310 万吨，归属于上市公司股东的净利润也将进一步增加。以 2017 年财务口径测算，“三钢”少数股东损益 11.02 亿元，华菱节能和阳春新钢净利润分别为 1.31 亿元和 6.05 亿元（按 51%折算），三者合计可增厚利润 15.42 亿元，结合减少的财务费用折合每股收益为 1.34 元，与 2017 年每股收益 1.37 元基本持平，整体股东利益得以保障；
- **较长锁定期彰显信心：**本次发行股份价格 6.41 元略高于停牌前公司价格，且华菱集团、涟钢集团、衡钢集团因本次发行股份购买资产而取得的股份锁定期 36 个月，特定投资者取得公司本次发行的股份时，其持有用于认购该等股份的资产的时间超过 12 个月的，则该部分权益对应的公司股份自发行结束之日起 12 个月内不得转让；其持有用于认购该等股份的资产的时间不足 12 个月的，则该部分权益对应的公司股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让。大股东和债转股投资机构全力支持公司做精做强钢铁主业，并基于对公司未来发展前景的信心坚定持有，上市公司也相应从 2019 年起启动高质量发展三年行动计划，持续挖潜降成本、调结构提品质，提升综合竞争能力。

高质量发展可期

产品结构继续优化

- **收购阳春新钢：**阳春新钢位于钢材净流入地广东省，具备 320 万吨炼钢产能，主要产品包括建筑线材、盘螺、拉丝材、焊条钢等线材及螺纹钢、圆钢等棒材，是华南地区重要的棒线材生产基地。华菱钢铁已于 12 月 7 日与湘钢集团签订《关于阳春新钢铁有限责任公司之收购框架协议》，拟由华菱钢铁或其指定的控股子公司以现金方式收购湘钢集团持有的阳春新钢部分股权，并取得阳春新钢控制权，未来优质资产注入将进一步提升公司盈利空间；
- **技改升级：**为改善钢坯质量，提升棒线产品质量保障能力，华菱湘钢拟自筹资金 2.8 亿元投资新建一台五机五流方坯连铸机及配套系统，设计产能 100 万吨，建设周期 12 个月。此外，据 10 月底公司公告，为提高棒材轧制系统工艺装备水平，华菱湘钢拟总投资不超过 5.6 亿元新建中小棒特钢轧制线工程项目，设计产能 60 万吨，建设期 10-12 个月，该项目重点聚焦汽车用钢市场，生产开发合金结构钢、齿轮钢、轴承钢等产品，推动华菱湘钢棒材产品向中高端迈进，以上技改预计 2019 年可初步建设完成。

增强成本控制力

- **增强成本控制力：**公司成本控制能力主要体现在能源、物流、人力及铁水四方面。首先能源方面，今年以来上市公司开始陆续收购集团原料资产，9 月湘钢集团已将湖南华菱煤焦化有限公司 100%股权转让给华菱湘钢，注入后上市公司可在焦炭价格发生大幅波动时对焦炭供应及成本

加强控制，而此次百亿规模重组中也包含支付现金购买华菱节能 100% 股权，收购完成后公司自发电比例可达 75%，同时可节约成本 0.35 元/度，为绿色制造注入新动能；其次，公司在物流运输方面通过优化运输路线，由铁路运输改为水运运输使得原料物流成本下降 50 元/吨，以每年进口 2000 万吨铁矿石测算，一年可节约 10 亿元物流成本；此外，公司目前人均产钢水平约 1050 吨，后期将继续压减 10% 左右职工使得人均产钢水平达到 1200 吨，在上述几方面成本收紧之下，公司还积极根据市场调整原料结构，已实现吨钢铁水成本低于行业平均水平，未来还有进一步下降空间。

投资建议

- 作为中南地区的钢材龙头企业，公司盈利跟随行业基本面变化。在行业需求并不悲观的情况下，未来随着公司减轻财务负担效用体现，有助于进一步提升归属上市公司股东的利润水平。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 2.34 元、2.37 元、2.41 元，中长期维持“增持”评级。

图表 16: 财务预测

损益表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	49,950	76,656	91,037	106,350	109,689
增长率	20.4%	53.5%	18.8%	16.8%	3.1%
营业成本	-46,468	-65,941	-75,015	-87,207	-89,945
% 销售收入	93.0%	86.0%	82.4%	82.0%	82.0%
毛利	3,482	10,715	16,023	19,143	19,744
% 销售收入	7.0%	14.0%	17.6%	18.0%	18.0%
营业税金及附加	-292	-568	-728	-957	-987
% 销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%
营业费用	-884	-1,010	-1,320	-1,702	-1,755
% 销售收入	1.8%	1.3%	1.5%	1.6%	1.6%
管理费用	-1,360	-1,897	-2,367	-2,871	-2,962
% 销售收入	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	946	7,241	11,607	13,613	14,040
% 销售收入	1.9%	9.4%	12.8%	12.8%	12.8%
财务费用	-2,316	-1,851	-1,000	-555	-500
% 销售收入	4.6%	2.4%	1.1%	0.5%	0.5%
资产减值损失	430	160	156	199	105
公允价值变动收益	25	-28	-138	42	18
投资收益	57	64	60	60	62
% 税前利润	-7.5%	1.1%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	-858	5,586	10,686	13,360	13,725
营业利润率	-1.7%	7.3%	11.7%	12.6%	12.5%
营业外收支	94	-26	1	1	1
税前利润	-764	5,560	10,686	13,360	13,726
利润率	-1.5%	7.3%	11.7%	12.6%	12.5%
所得税	115	-32	-1,556	-2,592	-2,973
所得税率	15.1%	0.6%	14.6%	19.4%	21.7%
净利润	-1,553	5,296	8,818	10,370	10,542
少数股东损益	-498	1,175	1,764	0	0
归属于母公司的净利润	-1,055	4,121	7,055	10,370	10,542
净利率	-2.1%	5.4%	7.7%	9.8%	9.6%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,684	5,789	9,104	18,152	29,972
应收款项	4,329	8,764	7,926	9,799	9,092
存货	8,516	7,761	8,909	10,470	10,017
其他流动资产	4,203	7,545	8,278	8,130	7,872
流动资产	23,733	29,859	34,217	46,551	56,953
% 总资产	33.5%	39.8%	45.8%	55.3%	61.7%
长期投资	268	345	413	510	590
固定资产	41,915	39,827	35,471	32,862	30,901
% 总资产	59.1%	53.2%	47.5%	39.1%	33.5%
无形资产	3,914	3,919	3,861	3,800	3,727
非流动资产	47,213	45,071	40,467	37,588	35,303
% 总资产	66.5%	60.2%	54.2%	44.7%	38.3%
资产总计	70,946	74,930	74,684	84,139	92,257
短期借款	27,376	23,053	10,739	0	0
应付款项	24,584	20,118	28,160	31,201	30,131
其他流动负债	4,926	4,749	5,362	5,013	5,041
流动负债	56,886	47,920	44,261	36,213	35,172
长期贷款	3,449	3,324	3,187	2,765	2,341
其他长期负债	1,314	9,105	3,860	4,759	5,908
负债	61,649	60,349	51,308	43,737	43,421
普通股股东权益	6,239	10,348	17,380	34,405	42,839
少数股东权益	3,058	4,233	5,997	5,997	5,997
负债股东权益合计	70,946	74,930	74,684	84,139	92,257

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	-0.35	1.37	2.34	2.37	2.41
每股净资产 (元)	2.07	3.43	5.76	7.86	9.79
每股经营现金净流 (元)	2.19	1.40	4.51	4.16	4.76
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.47	0.48
回报率					
净资产收益率	-16.91%	39.82%	40.59%	30.14%	24.61%
总资产收益率	-2.19%	7.07%	11.81%	12.32%	11.43%
投入资本收益率	1.38%	21.45%	31.07%	44.36%	51.38%
增长率					
营业总收入增长率	20.36%	53.47%	18.76%	16.82%	3.14%
EBIT 增长率	-139.09%	1089.23%	59.82%	18.84%	3.68%
净利润增长率	-64.34%	-490.55%	71.19%	47.00%	1.66%
总资产增长率	-7.26%	5.62%	-0.33%	12.66%	9.65%
资产管理能力					
应收账款周转天数	18.0	12.7	15.0	10.0	11.0
存货周转天数	59.6	38.2	33.0	32.8	33.6
应付账款周转天数	40.6	25.3	26.0	28.0	29.0
固定资产周转天数	307.8	191.9	148.9	115.7	104.6
偿债能力					
净负债/股东权益	289.92%	125.78%	-8.92%	-63.12%	-67.80%
EBIT 利息保障倍数	0.3	3.8	11.4	24.4	28.0
资产负债率	86.90%	80.54%	68.70%	51.98%	47.07%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	-1,553	5,296	8,818	10,370	10,542
加: 折旧和摊销	2,906	2,806	1,796	1,636	1,561
资产减值准备	430	160	0	0	0
公允价值变动损失	-25	28	-138	42	18
财务费用	1,907	1,906	1,000	555	500
投资收益	-57	-64	-60	-60	-62
少数股东损益	-498	1,175	1,764	0	0
营运资金的变动	2,872	1,091	2,184	2	1,788
经营活动现金净流	6,600	4,214	13,600	12,544	14,348
固定资本投资	2,281	2,208	2,820	1,394	701
投资活动现金净流	-1,144	-3,958	2,108	1,995	577
股利分配	0	0	0	-2,074	-2,108
其他	-8,570	336	-12,392	-3,417	-997
筹资活动现金净流	-8,570	336	-12,392	-5,491	-3,105
现金净流量	-3,113	592	3,315	9,049	11,820

来源: 中泰证券研究所

风险提示

- 环保限产效果不及预期；宏观经济大幅下滑导致需求承压；
- 相关交易被暂停、中止或取消的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。