

投资评级 **增持** 维持

## 终止重组后即将复牌，业绩提升估值有望修复

### 股票数据

6 个月内目标价 ( 元 )	5.60
06 月 14 日收盘价 ( 元 )	3.89
52 周股价波动 ( 元 )	3.83-6.49
总股本/流通 A 股 ( 亿 )	30.16/30.15
总市值/流通市值 ( 亿 )	117/117

### 投资要点：

● **公司概况：**华菱钢铁股份有限公司是湖南最大钢企，湖南省国资委为公司实际控制人，公司拥有湘潭、娄底、衡阳三大钢铁生产基地，一直保持着已有的铁、钢、材产能和产品线，其中炼铁高炉 8 座，产能 1,553 万吨，炼钢产能 1,755 万吨。该公司以铁矿石和废钢为主要原材料，以煤和焦炭为主要燃料，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，板材占比近 60%，管材占比 8%，长材占比 30%。控股股东华菱集团积极响应国家供给侧改革政策要求，其下属子公司锡钢 100 万吨、联营企业中冶湘重 50 万吨炼钢产能 2016 年已顺利退出，并获得一定的政府补贴，湖南省钢铁去产能任务已提前全部完成。在产品结构优化、地理位置等多方面均有核心竞争力支撑。

● **从行业角度来看：**1.供给方面，2017 年以来中央快速强势推进钢铁行业供给侧改革落地，从官方之前公布的任务和目前进程而言，去产能任务接近完成。就库存而言仍处于较低水平，6 月上旬重点企业库存合计达到 1272 万吨，环比下降 0.59%，产业链经过前几个月的持续大规模去库之后，库存已经重回低位运转，部分规格甚至出现断货情况，库存触底短周期上行将会为钢价提供良好支撑。2.需求方面，中国制造 2025 带来的需求升级以及“一带一路”战略的实施大背景下，2017 年上半年下游增速普遍较好，建筑业内部地产强，工程机械等建筑相关领域延续高增。虽然近日钢价现货间歇小幅回调，随着盈利持续跨度对悲观预期的阶段性矫正，市场情绪将不断自我加强，钢价反弹有望延续，行业高盈利同样有望延续。

● **从公司角度来看，**钢铁行业在供给侧改革的推进下，下游需求逐步复苏，去产能背景下钢材价格上涨，行业有所回暖，2017 年一季度公司营业收入达到 179.95 亿元，同比增长 83.21%；归母净利润达到 3.08 亿元，同比增加 127.36%，实现扭亏为盈。2017 年以来业绩明显改善主要是受益于钢铁行业整体盈利水平的改善，以及公司近年来推行的产品结构调整已初显效果，尤其是 2016 年两大亏损点华菱钢管和汽车板公司业绩于 2017 年已经明显好转，业绩得到显著提升。

● **盈利预测：**以最新 2017 年上半年业绩公告，实现基本每股收益 0.2984~0.3316 元/股，2017 年预计能达到 0.59-0.66 元/股，PE 也仅为 6-7 倍，而目前钢铁行业景气度回升，估值有望重新修复，因此维持对公司的增持评级。

● **风险提示：**经济形势变化；原料成本及产品价格波动。

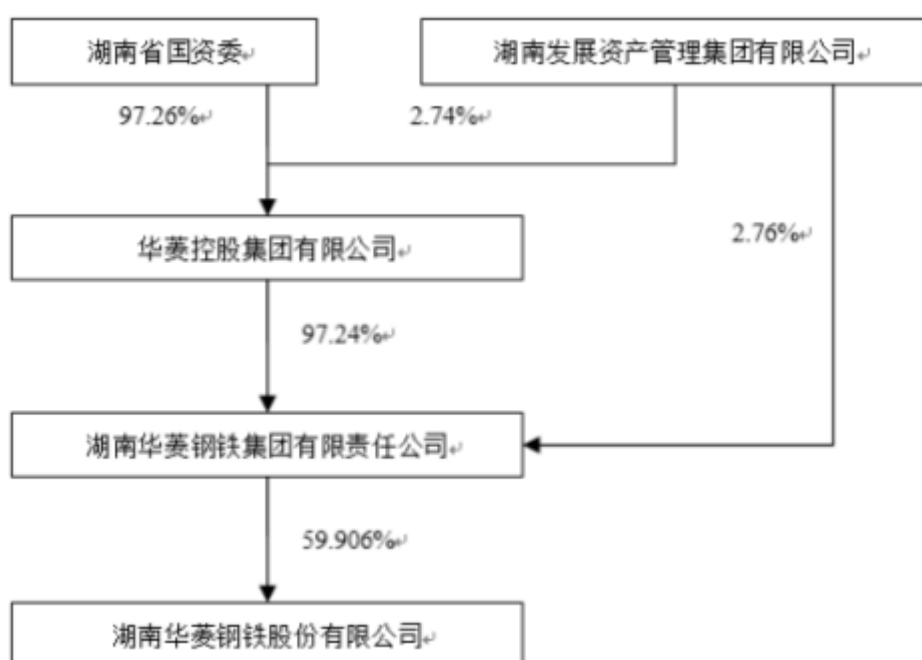
分析师:花洁  
Tel:18620838809  
Email:huajie@gzhc-invest.com

## 一、公司概况

华菱钢铁股份有限公司是湖南最大钢企，湖南省国资委为公司实际控制人，公司拥有湘潭、娄底、衡阳三大钢铁生产基地，一直保持着已有的铁、钢、材产能和产品线，其中炼铁高炉 8 座，产能 1,553 万吨，炼钢产能 1,755 万吨。该公司以铁矿石和废钢为主要原材料，以煤和焦炭为主要燃料，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，板材占比近 60%，管材占比 8%，长材占比 30%。控股股东华菱集团积极响应国家供给侧改革政策要求，其下属子公司锡钢 100 万吨、联营企业中冶湘重 50 万吨炼钢产能 2016 年已顺利退出，并获得一定的政府补贴，湖南省钢铁去产能任务已提前全部完成。

在产品机构优化方面，经过多年的快速发展，2016 年公司成为全球最大的宽厚板生产企业，国内第二大无缝钢管供应商，主体产线及技术装备达到国内领先水平，在造船、海工、桥梁、高压容器、汽车、家电、工程机械、油气等用钢领域的细分市场具有较强的竞争优势。同时，2016 年其与安赛乐米塔尔合资建立的汽车板公司产品认证、客户开发、产品结构调整等工作取得了较大进展，经营状况逐渐向好，已于 2016 年 12 月份实现扭亏为盈，逐步提升公司的差异化核心竞争力。另外，公司地处我国中南地区，南有珠江三角洲，东临长江三角洲，具有承东启西、连接南北的区域市场优势。随着中部崛起、长江经济带、“一带一路”等国家战略的深入推进，湖南及周边地区特别是广东、湖北、重庆等地工程机械、汽车、装备制造等制造业发展迅速，钢材需求旺盛并持续增长，未来将继续保持钢材净流入的态势，有利于公司进一步强化区位优势。

图 1：公司实际控制人为湖南省国资委



2016 年公司推动实施重大资产重组，根据重组方案，公司拟以除节能发电资产之外的钢铁资产与湖南华菱钢铁集团有限责任公司持有的节能发电资产及金融资产进行置换，同时发行股份购买湖南省内金融资产。2017 年 6 月发布公告称公司与主要交易对手方湖南华菱钢铁集团有限责任公司、湖南财信金融控股集团有限公司已就终止实施重大资产重组初步达成一致，主要基于以下考虑：一是拟置入的金融资产今年已出现亏损，继续实施原重组方案不利于保护公司和投资者利益；二是拟置出的钢铁资产业绩已大幅改善，提质增效和结构调整取得积极进展，终止重组更有利于保护公司和投资者利益；三是终止重组后，拟置出的钢铁资产继续保留在公司，有利于公司利用资本市场实现钢铁业务转型升级，更加符合国家关于大力振兴实体经济的政策导向。

## 二、行业分析

供给方面，2017 年以来中央快速强势推进钢铁行业供给侧改革落地，从官方之前公布的任务和目前进程而言，去产能任务接近完成。一方面，发改委各地排查发现的“地条钢”产能已全部停产，根据中国钢铁工业协会数据，在 6 月底之前全国已经清查出来地条钢生产企业合计产能 1.19 亿吨，打击地条钢产能效果显著；另一方面，截至 5 月底，全国已压减粗钢产能 4239 万吨，完成年度目标任务 84.8%。另外，就库存而言仍处于较低水平，6 月上旬重点企业库存合计达到 1272 万吨，环比下降 0.59%；截至 6 月 30 日，主要城市钢材库存为 951.20 万吨，环比持续走低，产业链经过前几个月的持续大规模去库之后，库存已经重回低位运转，部分规格甚至出现断货情况，库存触底短周期上行将会为钢价提供良好支撑。下半年供给端所形成的压制或将延续，但对行业盈利弹性的改善贡献程度将环比走弱，短期电炉钢释放较为有限，行业盈利走向将更依赖于下游需求的演变。

图 2：重点钢铁企业钢材库存



需求方面，中国制造 2025 带来的需求升级以及“一带一路”战略的实施大背景下，2017 年上半年下游增速普遍较好，建筑业内部地产强，工程机械等建筑相关领域延续高增，在销售尚可、土地供应宽松情况下，2017 年初以来地产投资增速上行，1-5 月同比增长 8.8%，商品房销售面积同比增长 14.3%。受 PPI 持续上升的影响，钢铁产业链上的利润空间在进一步扩大，而且上游矿石企业通过近年来的扩产和降本增效，在当前铁矿石、钢坯价格水平上仍然保持了较高的利润率，高炉开工率持续上升至 77.07%，钢材利润高企致使钢厂扩产情绪较高，铁矿石、钢坯整体需求趋稳。2017 年 6 月底主要钢材品种盈利状况全面上升，各品种毛利全面增加，就具体品种而言，2017 年 7 月初底中厚板毛利润达到 931.63 元/吨，较 4 月增加超过 400 元/吨，较去年同期提升 11.26%；7 月初无缝管毛利润达到 1176 元/吨，较 2016 年 12 月底增加 714 元/吨，较去年同期提升 15.38%。6 月上旬钢协会会员企业日均产量高达 185.93 万吨，基本处于历史顶部区域，5 月我国粗钢产量 7226 万吨，同比增长 1.8%；从六月份公布的钢产量数据来看，最新旬度数据居于年内次高，考虑到钢厂与社会库存环比仍处于下滑通道，目前下游需求季节性走弱并不明显。

钢铁行业供给端的有效收缩、钢铁产业链盈利能力的变化，钢铁制造环节在钢铁上下游产业链上的话语权在增强，虽然近日钢价现货间歇小幅回调，随着盈利持续跨度对悲观预期的阶段性矫正，市场情绪将不断自我加强，钢价反弹有望延续，行业高盈利同样有望延续。

图 3 铁矿石、钢坯价格

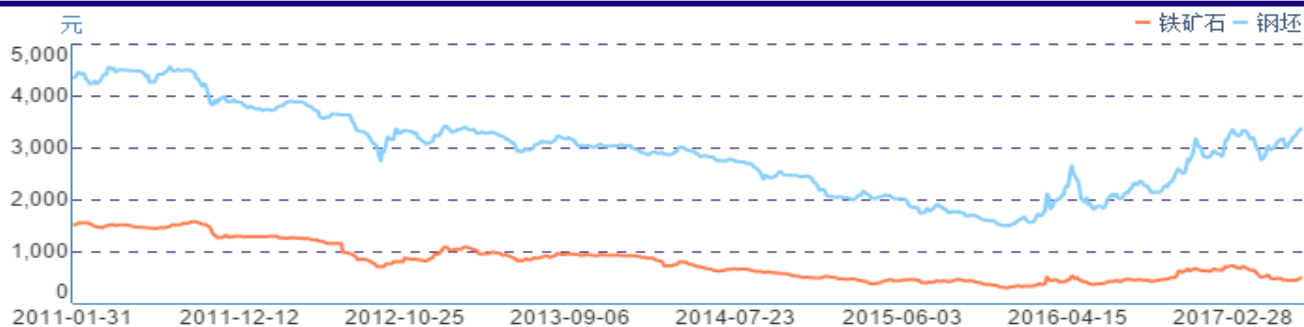


图 4：中厚板收入、成本及毛利润

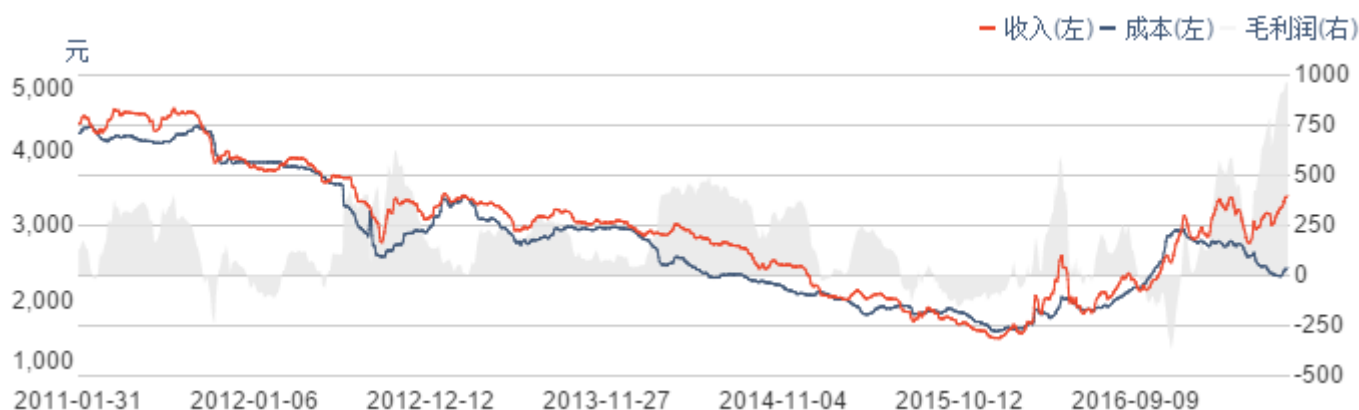


图 5：无缝管收入、成本及毛利润

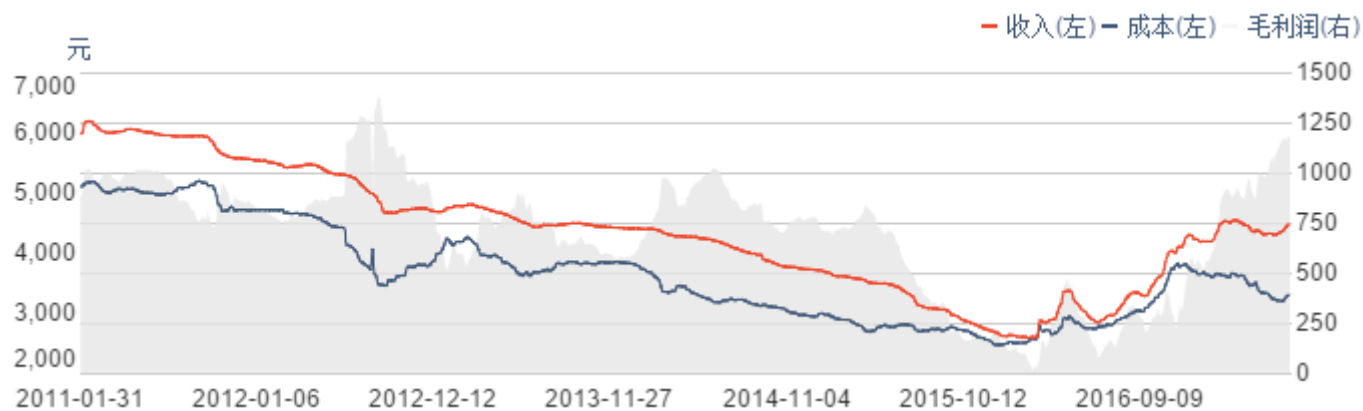
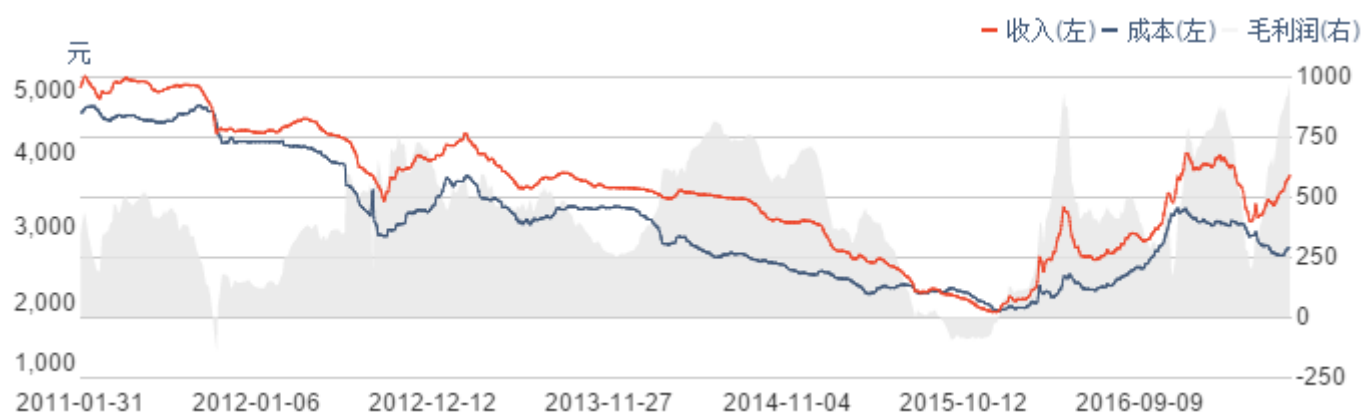


图 6：热轧板卷收入、成本及毛利润



### 三、公司盈利能力分析

公司 2016 年实现营业总收入 499.50 亿元，同比上升 20.36%；实现利润总额-16.68 亿元，归母净利润-10.55 亿元，同比大幅减亏。公司 2016 年亏损的原因主要有三个方面，一是由于下游油气行业市场持续低迷，公司无缝钢管产品订单萎缩，子公司华菱钢管全年亏损 13.9 亿元（包含计提减值近 4 亿元）；二是汽车板公司因处于达产达效过程中，2016 年仍然亏损 3.8 亿元，但是 2016 年 12 月开始已实现持续盈利；三是人民币贬值带来的汇兑损失。

钢铁行业在供给侧改革的推进下，下游需求逐步复苏，去产能背景下钢材价格上涨，行业有所回暖，2017 年一季度公司营业收入达到 179.95 亿元，同比增长 83.21%；归母净利润达到 3.08 亿元，同比增加 127.36%，实现扭亏为盈。2017 年以来业绩明显改善主要是受益于钢铁行业整体盈利水平的改善，以及公司近年来推行的产品结构调整已初显效果，尤其是 2016 年两大亏损点华菱钢管和汽车板公司业绩于 2017 年已经明显好转，其中华菱钢管 2017 年一季度大幅减亏，二季度实现单季扭亏为盈；汽车板公司自 2016 年 12 月以来实现持续盈利，其高强钢已稳定批量供应长安福特、一汽大众、菲亚特、雷诺尼桑等汽车主机厂、冲压件厂。另外，公司 2017 年一季度期间费用减少，且工序成本同比降低，提升了盈利能力。

图 7：利润表（季度）

	2017-03-31	2016-12-31	2016-09-30	2016-06-30	2016-03-31
报告期	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
<b>营业总收入</b>	179.95	153.88	125.56	121.83	98.22
营业收入	179.75	153.55	125.24	121.36	97.97
其他业务收入(金融类)	0.20	0.33	0.33	0.47	0.25
<b>营业总成本</b>	176.29	155.53	128.48	123.83	110.10
营业成本	165.47	142.75	117.00	106.17	98.76
营业税金及附加	1.17	1.56	0.57	0.55	0.24
销售费用	2.14	2.29	2.09	2.38	2.08
管理费用	3.60	3.06	3.54	3.44	3.55
财务费用	3.92	5.61	5.07	7.01	5.47
资产减值损失	0.00	0.16	-0.02	4.16	0.00
其他业务成本(金融类)		0.08	0.22	0.14	
<b>其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	-0.42	0.31	0.00	-0.13	0.08
投资净收益	0.02	0.45	0.14	0.09	-0.11
<b>净利润</b>	3.54	0.67	-2.43	-2.16	-11.60
减：少数股东损益	0.46	0.26	-0.93	-0.86	-3.45
归属于母公司所有者的净利润	3.08	0.41	-1.51	-1.30	-8.15
加：其他综合收益	0.01	0.11	0.03	0.07	-0.02

图 8：按照主营业务分类报表

报告期	2016 年报	2016 中报	2015 年报	2015 中报	2014 年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
板材					



收入	240.84	101.32	177.72	111.63	270.74
成本	223.47	93.63	171.62	99.83	246.60
毛利	17.37	7.68	6.10	11.80	24.15
毛利率(%)	7.21	7.58	3.43	10.57	8.92
<b>长材</b>					
收入	115.58	55.53	105.73	53.73	147.67
成本	103.61	49.22	104.20	51.67	140.80
毛利	11.97	6.31	1.53	2.06	6.87
毛利率(%)	10.36	11.35	1.45	3.84	4.65
<b>钢管</b>					
收入	42.29	17.92	51.80	22.54	61.41
成本	44.38	19.76	47.81	18.87	53.39
毛利	-2.09	-1.84	4.00	3.68	8.02
毛利率(%)			7.71	16.31	13.06

## 四、分析与预测

1. 公司于 2017 年 7 月 7 日发布 2017 年上半年业绩预增公告，将超出市场预期。公司品种结构调整和降本提质增效均取得积极进展，核心子公司华菱湘钢、华菱涟钢利润大幅提升，汽车板公司自扭亏以来实现持续盈利，华菱钢管二季度实现扭亏为盈。2017 年上半年预计实现净利润 11~13 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 9~10 亿元，实现基本每股收益 0.2984~0.3316 元/股，为公司上市以来半年度最优业绩。

2. 该公司目前吨钢市值不足 700 元，居整个钢铁市场最低，而吨钢市值均价在 1800-2000 元左右，公司价值被低估。从市场层面来看，钢铁企业盈利的持续性有望改变市场对经济的悲观预期，估值端有逐步抬升的可能；从投资者角度来看，不排除多数非理性投资者对于重组失败有一定负面情绪，由此产生投资性机会。

3. 该公司于 2017 年 7 月 7 日发布关于终止重大资产重组暨公司股票复牌的公告，受业绩预增超预期；其吨钢市值全市场最低，估值有待修复；以及钢铁行业相关上市公司半年内平均增幅较大等多方面因素影响，复牌后\*ST 华菱有望迅速补涨。尤其是根据统计，钢铁板块与该公司相邻的 20 家钢铁公司六个月内最高涨幅 82.69%，平均涨幅 7.02%；自公司停牌以来的 18 个工作日最高涨幅 15.50%。

综上，以最新 2017 年上半年业绩公告，实现基本每股收益 0.2984~0.3316 元/股，2017 年预计能达到 0.59-0.66 元/股，PE 也仅为 6-7 倍，而目前钢铁行业景气度回升，估值有望重新修复，因此维持对公司的增持评级。

4. 近日湖南遭遇暴雨连袭，平均降水量比 1998 年多 5 厘米，湖南 23 县市 6 月累计降雨量突破；历史极值，直接经济损失 60 亿元。该公司作为湖南最大钢企，灾后重建将拉动省内需求，有一定利好影响。

图 9：钢铁上市公司吨钢市值数据

代码	简称	总市值（万元）	产能（万吨）	吨钢市值
000932.SZ	*ST 华菱	1173087.86	1755	668.43
600569.SH	安阳钢铁	706136.92	808	873.93
601003.SH	柳钢股份	1250643.08	1130	1106.76
600581.SH	八一钢铁	931235.46	800	1164.04

600782.SH	新钢股份	1075741.94	830	1296.07
000761.SZ	本钢板材	1580798.86	1200	1317.33
600507.SH	方大特钢	1190831.50	900	1323.15
601005.SH	*ST 重钢	885055.39	660	1340.99
600231.SH	凌钢股份	866593.15	600	1444.32
600282.SH	南钢股份	1568980.69	1030	1523.28
000709.SZ	河钢股份	4597857.20	3000	1532.62
600117.SH	西宁特钢	547641.96	355	1542.65
600808.SH	马钢股份	2964163.16	1900	1560.09
000717.SZ	韶钢松山	1294445.56	809	1600.06
002110.SZ	三钢闽光	1866742.73	1105	1689.36
600307.SH	酒钢宏兴	1853953.80	1085	1708.71
000708.SZ	大冶特钢	533447.87	296	1802.19
000825.SZ	太钢不锈	2540526.52	1234	2058.77
000898.SZ	鞍钢股份	4142972.85	2000	2071.49
000959.SZ	首钢股份	3850675.63	1700	2265.10
000778.SZ	新兴铸管	2677880.60	907	2952.46
600126.SH	杭钢股份	1854856.16	600	3091.43
600022.SH	山东钢铁	2331615.07	695	3354.84
002075.SZ	沙钢股份	3557316.10	1000	3557.32
600019.SH	宝钢股份	15493962.50	4000	3873.49

图 10：20 家钢铁公司涨幅情况

排名	代码	证券简称	最新收盘价	本月	近三月	近六月	自华菱停牌涨幅度
1	600581.SH	八一钢铁	12.91	28.2	58.99	82.09	4.30
2	600808.SH	马钢股份	4.11	16.1	20.88	41.24	2.98
3	000709.SZ	河钢股份	4.36	4.06	-7.67	31.39	0.00
4	000778.SZ	新兴铸管	6.68	-0.3	-7.73	26.52	5.39
5	600231.SH	凌钢股份	3.5	6.06	3.33	21.5	0.00
6	600282.SH	南钢股份	3.97	7.01	2.32	15.41	14.16
7	600782.SH	新钢股份	3.97	8.77	7.02	15.37	0.00
8	000898.SZ	鞍钢股份	5.87	3.71	5.57	14.96	0.00
9	002110.SZ	三钢闽光	14.38	12.17	8.86	11.47	15.50
10	600022.SH	山东钢铁	2.16	4.85	1.3	9.18	8.85
11	600307.SH	酒钢宏兴	3	5.26	-7.41	6.76	-4.33
12	200761.SZ	本钢板材 B	2.91	1.75	-0.68	3.93	-4.56
13	601003.SH	柳钢股份	4.89	9.15	-1.21	3.82	0.76
14	000761.SZ	本钢板材	5.5	5.16	-3.85	1.66	1.36
15	000717.SZ	韶钢松山	5.48	12.53	-0.36	-3.52	-0.38
16	000959.SZ	首钢股份	7.37	5.44	-10.12	-3.66	3.61
17	600569.SH	安阳钢铁	2.99	5.65	-11.8	-3.86	1.93
18	600126.SH	杭钢股份	7.29	6.27	-14.34	-16.49	-2.30
19	603878.SH	武进不锈	24.88	2.39	-18.56	-28.03	-29.97
20	000932.SZ	*ST 华菱	3.89	0	-20.61	-35.91	0.00
21	600608.SH	*ST 沪科	8.32	4.92	-32.85	-46.32	-0.60