

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

## 否决重组锡钢，全力以赴确保现有资产盈利恢复

### 事件描述

华菱钢铁今日发布第四届董事会第二十三次会议决议公告，会议审计了《关于华菱钢管与锡钢集团资产重组的议案》。议案表决结果为：同意 4 票，反对 5 票，弃权 1 票，回避表决 4 票，该议案被否决。

### 事件评论

#### 第一，否决重组锡钢集团议案，稳健经营，全力以赴确保公司现有资产盈利

公司之前拟将控股子公司衡阳华菱钢管与华菱集团的全资子公司江苏锡钢集团进行资产重组。具体的资产重组方案为：按照全资子公司湖南华菱钢管控股有限公司（“钢管控股”）2011 年 3 月 31 日经评估的净资产值，公司以所持有的华菱钢管 67.13%的股权、现金 2 亿元，华菱集团以所持有的锡钢集团 100%的股权，共同增资投入钢管控股。

华菱钢管 67.13%的股权和锡钢集团 100%的股权分别以 2010 年 12 月 31 日经评估的净资产值加上所对应的自 2011 年 1 月 1 日至 2011 年 3 月 31 日之间经审计的净资产变动额作价。根据相关审计、评估结果，重组完成后，华菱钢铁和华菱集团分别持有钢管控股 69.77%和 30.23%的股权，钢管控股的注册资本由 500 万元增加至 60,000 万元，股东出资额超过注册资本的部分共计 3,336,191,662.11 元计入资本公积。

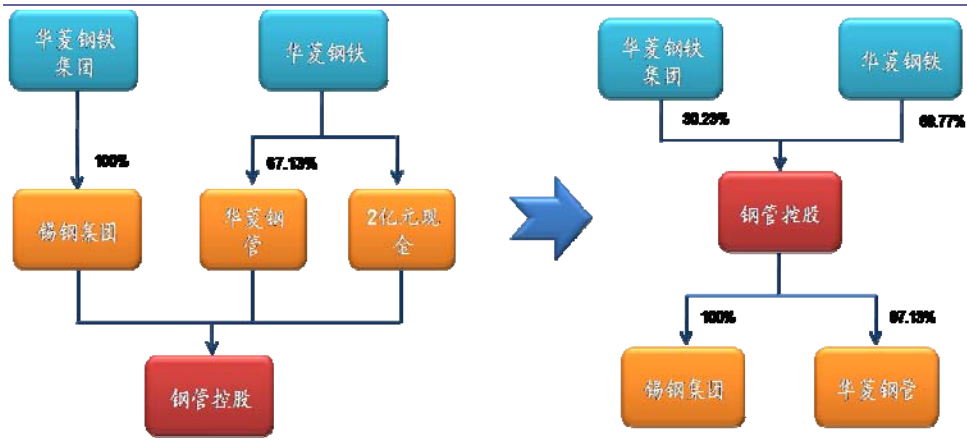
按照重组方案，钢管控股将作为公司钢管业务的集中管理和运营的平台，在营销、采购、财务、投资、战略规划等方面实现集中管理，锡钢集团和华菱钢管将作为钢管控股下属的生产制造中心。

经过表决，议案表决结果为：同意 4 票，反对 5 票，弃权 1 票，回避表决 4 票，该议案被否决。

董事苏德·玛赫什瓦利先生、维杰·巴特纳格尔先生、斯科汀先生、昂杜拉先生、让保罗·舒乐先生对该议案投了反对票。

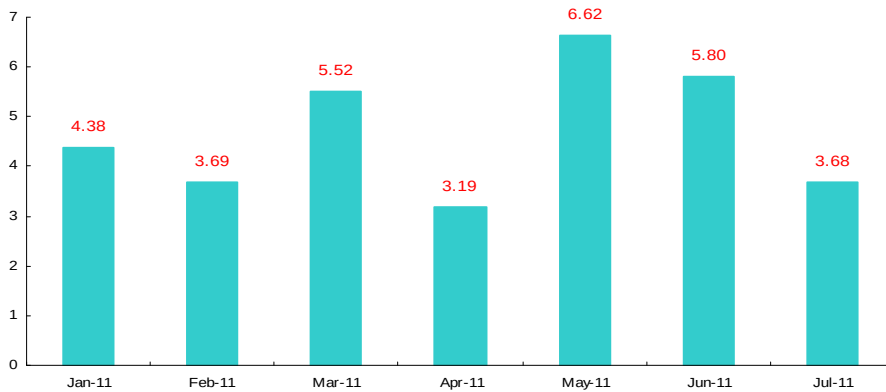
- ✓ 华菱钢铁今年盈利能力虽然较去年有大幅改善，但整体依然处于较为脆弱的水平；
- ✓ 目前锡钢集团资产贡献盈利的可能性较小：1、锡钢集团从启动搬迁以来，完成了一期工程的建设，但一期工程投产时间不长，仍处于达产过程中，2011 年能否实现盈利存在一定不确定性；2、锡钢集团若要实现效益最大化，还需进一步建设二期工程；
- ✓ 公司目前正处于扭亏的关键时期，如果现在将锡钢集团注入将增加公司运营负担并使得扭亏存在一定不确定性，同时还不利于降低资产负债率，可能会增加风险。

图 1：原定的此次重组计划与流程



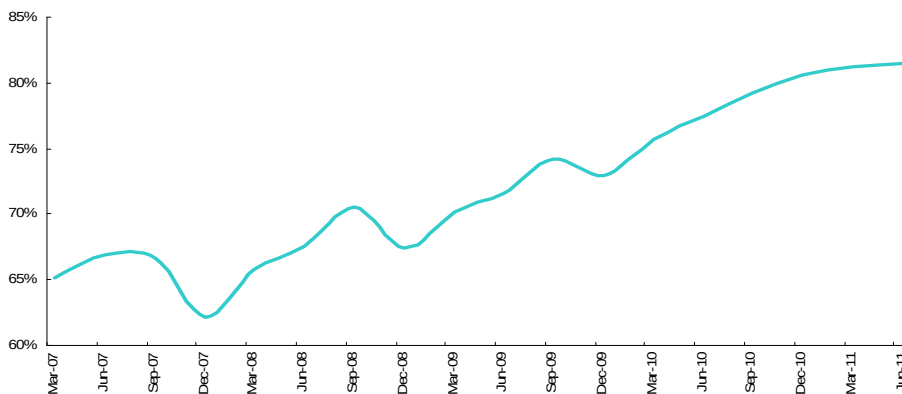
资料来源：中钢协，公司资料，长江证券研究部

图 2：锡钢集团一期工程虽投产，但尚未达产，生产略有不稳定



资料来源：中钢协，公司资料，长江证券研究部

图 3：公司资产负债率依然处于较高的水平



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，期待行业复苏与自身调整，短期期待制约因素解除后的自然恢复，长期期待产能扩张与品种结构优化

短期来看，随着制约因素的逐步解除，公司盈利能力有望逐步提升。从 1、2 季度公司的表现来看，我们有理由相信公司自身整改的效果正在逐步体现，虽然 2 季度并未完全实现扭亏，但在行业表现并不十分乐观的情况下，环比大幅改善的业绩表现依然向市场传达了公司坚决加大整改力图扭亏的决心带来的成效。

表 1: 2 季度基本实现盈亏平衡，环比 1 季度有所改善

| 华菱钢铁利润简表  | 09Q1   | 09Q2   | 09Q3   | 09Q4   | 10Q1   | 10Q2   | 10Q3   | 10Q4   | 11Q1   | 11Q2   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 102.72 | 96.68  | 107.81 | 107.35 | 125.44 | 153.14 | 156.79 | 170.26 | 179.22 | 199.74 |
| 毛利率       | 3.65%  | 5.20%  | 9.90%  | 9.98%  | 2.99%  | 4.04%  | -3.73% | 2.81%  | 4.56%  | 4.56%  |
| 主营利润      | 3.75   | 5.03   | 10.67  | 10.71  | 3.75   | 6.18   | -5.85  | 4.78   | 8.18   | 9.11   |
| 三项费用率     | 8.78%  | 7.48%  | 5.99%  | 6.20%  | 5.77%  | 5.38%  | 4.90%  | 5.69%  | 5.11%  | 4.48%  |
| 销售费用      | 1.46   | 1.13   | 1.31   | 1.83   | 1.20   | 1.54   | 1.45   | 1.73   | 1.76   | 1.88   |
| 管理费用      | 4.68   | 3.81   | 3.03   | 3.48   | 3.37   | 3.89   | 4.02   | 5.12   | 4.49   | 4.81   |
| 财务费用      | 2.88   | 2.29   | 2.12   | 1.35   | 2.67   | 2.81   | 2.21   | 2.84   | 2.91   | 2.27   |
| 期间费用      | 9.02   | 7.23   | 6.46   | 6.66   | 7.24   | 8.24   | 7.68   | 9.69   | 9.16   | 8.96   |
| 营业税金及附加   | 0.33   | 0.35   | 0.31   | 0.43   | 0.25   | 0.31   | 0.26   | 0.26   | 0.18   | 0.27   |
| 资产减值损失    |        |        |        | 0.04   |        | -0.01  | 0.03   | 2.02   | 0.93   | 0.30   |
| 投资损益      | 0.13   | 0.45   | -0.10  | 0.82   | 0.37   | 0.35   | 0.33   | 0.65   | -0.06  | 0.61   |
| 营业利润      | -5.39  | -2.00  | 4.07   | 3.89   | -3.37  | -1.96  | -13.47 | -6.50  | -2.14  | 0.03   |
| 营业外收入     | 0.03   | 0.10   | 0.05   | 0.05   | 0.01   | 0.00   | 0.02   | 0.20   | 0.03   | 0.07   |
| 营业外支出     | 0.02   | 0.01   | 0.01   | 0.18   | 0.00   | 0.02   | 0.01   | 0.27   | 0.00   | 0.02   |
| 利润总额      | -5.38  | -1.91  | 4.10   | 3.76   | -3.36  | -1.98  | -13.47 | -6.56  | -2.11  | 0.08   |
| 所得税费用     | -1.32  | -0.08  | 1.23   | -0.28  | -0.32  | -0.69  | -2.66  | 5.71   | 0.04   | 0.10   |
| 少数股东损益    | -0.19  | -0.46  | -0.11  | 0.60   | -0.29  | -0.02  | -0.37  | -0.29  | -0.16  | 0.17   |
| 归属于母公司净利润 | -3.86  | -1.36  | 2.98   | 3.45   | -2.75  | -1.27  | -10.44 | -11.97 | -1.99  | -0.19  |
| 净利率       | -3.76% | -1.41% | 2.76%  | 3.21%  | -2.19% | -0.83% | -6.66% | -7.03% | -1.11% | -0.10% |
| 存货        | 62.86  | 60.75  | 69.48  | 76.07  | 81.85  | 107.74 | 107.82 | 107.64 | 124.62 | 130.03 |
| 最新股本      | 30.16  | 30.16  | 30.16  | 30.16  | 30.16  | 30.16  | 30.16  | 30.16  | 30.16  | 30.16  |
| 每股收益      | -0.13  | -0.05  | 0.10   | 0.11   | -0.09  | -0.04  | -0.35  | -0.40  | -0.07  | -0.01  |

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

长期来看，公司看点主要在于产品结构的优化与品种结构提升：

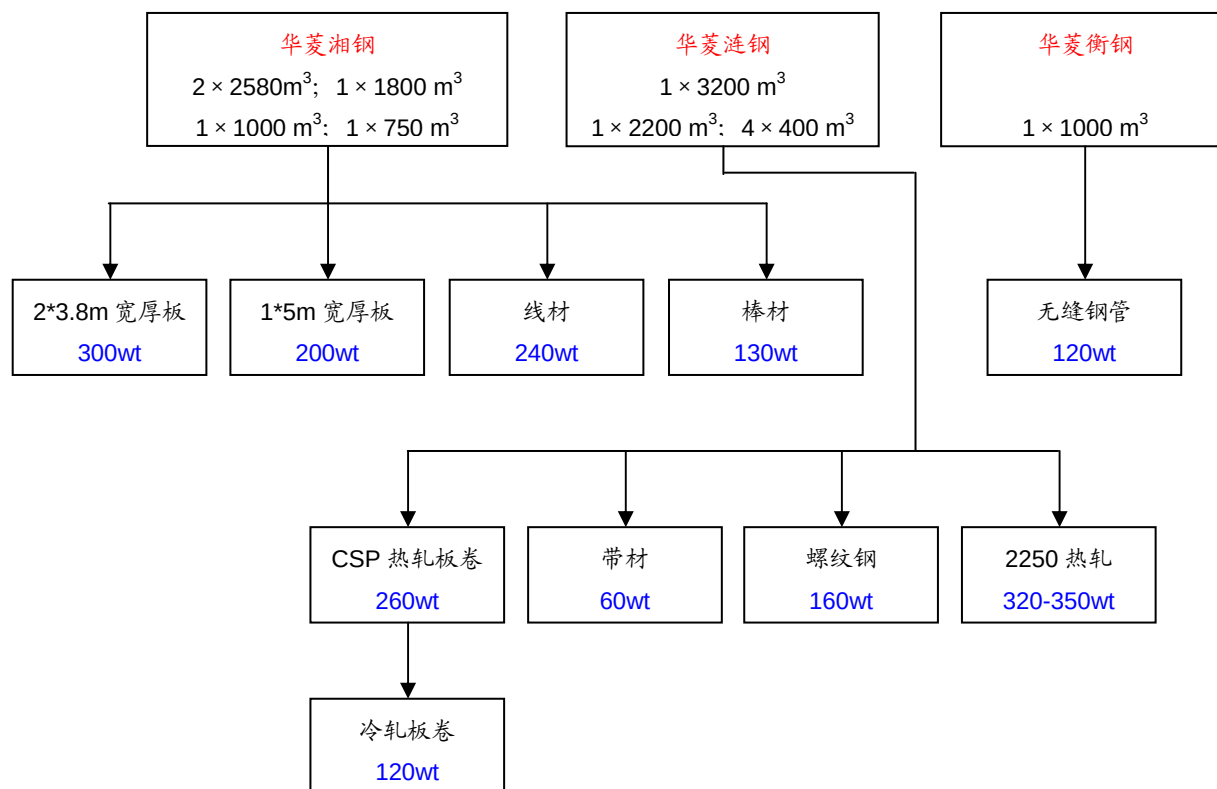
- ✓ 湘钢 200 万吨 5M 宽厚板项目投产后，公司高端宽厚板的比例将进一步提升；
- ✓ 公司汽车板与电工钢项目的实施，也将进一步提升高端品种的占比，预计投产时间约为 2 年；
- ✓ 汽车板与电工钢项目实施后，安塞乐-米塔尔将遵照《技术许可合同》进行技术转让，涟钢 2250 热轧项目品种钢及结构钢的比例也有望大幅提升；
- ✓ 大口径 720 大口径无缝管定位高端，随着市场认可度的提升，后期产能有望充分释放。

由于公司产能具备一定扩张能力，面临行业复苏之时公司业绩将具备较大弹性：

- ✓ 湘钢 5M 宽厚板项目目前正在调试，总产能 200 万吨，虽然暂时尚未开始释放产量，但预计 2011 年有望释放产量 100-150 万吨；
- ✓ 涟钢 2250 热轧项目产量有望进一步释放，2011 年预计可以满产，产能约 320-350 万吨。后期通过设备调整及工艺完善，产能可能将达到 400 万吨以上。另一方面高端品种占比将进一步增加，利于结构的调整与优化；

- ✓ 衡钢 720 大口径无缝管项目，项目产品结构较为高端，随着市场推广的进一步展开，2011 年产量也有望增加。从 720 分厂 4 月单月产量突破万吨的情况来看，公司高端管材在市场推广方面获得了长足的进步，这一方面为公司高端管材后期进一步抢占国内市场铺下了基础，另一方面也印证了公司产品质量与内在技术实力正在逐步得到下游客户的认可，利于后期产能进一步释放。

图 4：华菱钢铁产能情况统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

### 第三，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.09 元和 0.16 元，维持“谨慎推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)   |         |       |       |       | 资产负债表 (百万元) |        |       |       |       |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------------|--------|-------|-------|-------|
|             | 2010A   | 2011E | 2012E | 2013E |             | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入        | 60602   | 77545 | 83017 | 89107 | 货币资金        | 3470   | 7755  | 8302  | 8911  |
| 营业成本        | 59677   | 71989 | 76983 | 82281 | 交易性金融资产     | 535    | 535   | 535   | 535   |
| 毛利          | 925     | 5556  | 6034  | 6826  | 应收账款        | 1692   | 2153  | 2305  | 2474  |
| % 营业收入      | 1.5%    | 7.2%  | 7.3%  | 7.7%  | 存货          | 10764  | 12992 | 13893 | 14849 |
| 营业税金及附加     | 108     | 138   | 148   | 159   | 预付账款        | 2329   | 2802  | 2997  | 3203  |
| % 营业收入      | 0.2%    | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 其他流动资产      | 1870   | 2404  | 2574  | 2763  |
| 销售费用        | 592     | 775   | 830   | 891   | 流动资产合计      | 23760  | 32598 | 34842 | 37281 |
| % 营业收入      | 1.0%    | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%  | 可供出售金融资产    | 1648   | 1648  | 1648  | 1648  |
| 管理费用        | 1640    | 2094  | 2241  | 2406  | 持有至到期投资     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入      | 2.7%    | 2.7%  | 2.7%  | 2.7%  | 长期股权投资      | 74     | 74    | 74    | 74    |
| 财务费用        | 1053    | 2141  | 2116  | 1973  | 投资性房地产      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入      | 1.7%    | 2.8%  | 2.5%  | 2.2%  | 固定资产合计      | 46468  | 43640 | 40587 | 37355 |
| 资产减值损失      | 204     | 35    | 12    | 13    | 无形资产        | 2558   | 2430  | 2308  | 2193  |
| 公允价值变动收益    | 22      | 0     | 0     | 0     | 商誉          | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | 170     | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产     | 109    | 9     | 3     | 3     |
| 营业利润        | -2480   | 372   | 687   | 1385  | 其他非流动资产     | 100    | 100   | 100   | 100   |
| % 营业收入      | -4.1%   | 0.5%  | 0.8%  | 1.6%  | 资产总计        | 74716  | 80499 | 79561 | 78655 |
| 营业外收支       | -7      | 0     | 0     | 0     | 短期贷款        | 26996  | 29070 | 26240 | 22815 |
| 利润总额        | -2537   | 372   | 687   | 1385  | 应付款项        | 5755   | 6919  | 7399  | 7908  |
| % 营业收入      | -4.2%   | 0.5%  | 0.8%  | 1.6%  | 预收账款        | 3857   | 4963  | 5313  | 5703  |
| 所得税费用       | 204     | 93    | 172   | 346   | 应付职工薪酬      | 356    | 431   | 461   | 493   |
| 净利润         | -2740   | 279   | 515   | 1038  | 应交税费        | 236    | 175   | 242   | 382   |
| 归属于母公司所有者   |         |       |       |       | 其他流动负债      | 6219   | 7547  | 8071  | 8627  |
| 的净利润        | -2643.6 | 265.1 | 488.9 | 985.8 | 流动负债合计      | 43418  | 49105 | 47726 | 45928 |
| 少数股东损益      | -97     | 14    | 26    | 53    | 长期借款        | 16365  | 16365 | 16365 | 16365 |
| EPS (元/股)   | -0.88   | 0.09  | 0.16  | 0.33  | 应付债券        | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表 (百万元) |         |       |       |       | 递延所得税负债     | 143    | 0     | 0     | 0     |
|             | 2010A   | 2011E | 2012E | 2013E | 其他非流动负债     | 300    | 300   | 300   | 300   |
| 经营活动现金流净额   | -2888   | 5567  | 6796  | 7346  | 负债合计        | 60226  | 65769 | 64390 | 62593 |
| 取得投资收益      | 163     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司      | 12444  | 12669 | 13085 | 13923 |
| 收回现金        |         |       |       |       | 所有者权益       |        |       |       |       |
| 长期股权投资      | 0       | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益      | 2046   | 2060  | 2086  | 2139  |
| 无形资产投资      | 0       | 0     | 0     | 0     | 股东权益        | 14490  | 14729 | 15171 | 16062 |
| 固定资产投资      | -6994   | -1175 | -1230 | -1191 | 负债及股东权益     | 74716  | 80499 | 79561 | 78655 |
| 其他          | 719     | 0     | 0     | 0     | 基本指标        |        |       |       |       |
| 投资活动现金流净额   | -6276   | -1175 | -1230 | -1191 |             | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 债券融资        | 0       | 0     | 0     | 0     | EPS         | -0.877 | 0.088 | 0.162 | 0.327 |
| 股权融资        | 0       | 0     | 0     | 0     | BVPS        | 4.55   | 4.63  | 4.78  | 5.09  |
| 银行贷款增加 (减少) | 11668   | 2074  | -2830 | -3425 | PE          | -3.66  | 36.52 | 19.80 | 9.82  |
| 筹资成本        | 1743    | -2181 | -2189 | -2121 | PEG         | 0.02   | -0.21 | -0.12 | -0.06 |
| 其他          | -3499   | 0     | 0     | 0     | PB          | 0.71   | 0.69  | 0.67  | 0.63  |
| 筹资活动现金流净额   | 9912    | -107  | -5019 | -5545 | EV/EBITDA   | 20.29  | 7.13  | 6.10  | 5.06  |
| 现金净流量       | 748     | 4285  | 547   | 609   | ROE         | -21.2% | 2.1%  | 3.7%  | 7.1%  |

### 分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              | E-mail                             |
|-----|---------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理  | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |

### 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。