

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

理顺钢管控股股权关系，集中管理或带来盈利改善

事件描述

今日华菱钢铁发布增资钢管控股的公告，公司拟以所持有的华菱钢管 67.13%的股权和现金 2 亿元对钢管控股进行增资，同时控股股东湖南华菱钢铁集团有限责任公司及其全资子公司湖南衡阳钢管（集团）有限公司拟分别以其持有的华菱钢管 26.43%的股权和 6.44%的股权增资钢管控股。

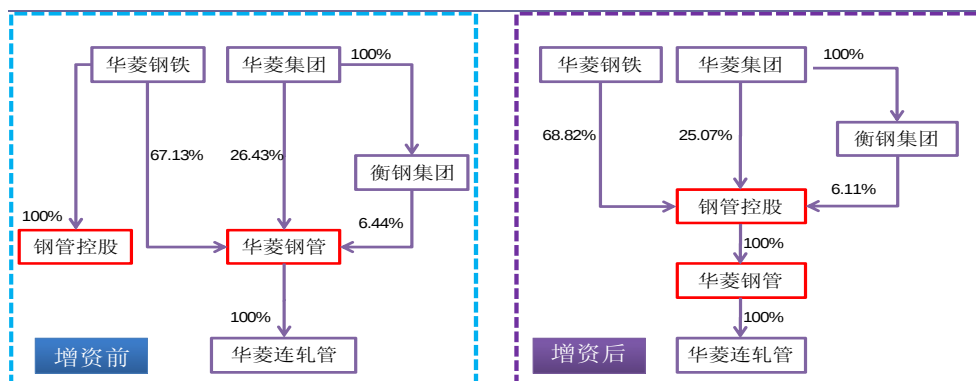
事件评论

第一，增资理顺股权关系，集中管理或带来华菱钢管的盈利改善

公司公告称，为进一步理顺钢管控股与子公司衡阳华菱钢管有限公司（以下简称“华菱钢管”）之间的股权管理关系，公司拟以所持有的华菱钢管 67.13%的股权和现金 2 亿元（含有 2008 年度非公开发行募集资金 145,419,927.79 元）对钢管控股进行增资，同时控股股东湖南华菱钢铁集团有限责任公司（以下简称“华菱集团”）及其全资子公司湖南衡阳钢管（集团）有限公司（以下简称“衡钢集团”）拟分别以其持有的华菱钢管 26.43%的股权和 6.44%的股权增资钢管控股。

钢管控股以 2011 年 3 月 31 日经评估的净资产值为计价基础；华菱钢管的股权以 2010 年 12 月 31 日经评估的净资产值加上所对应的 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。增资完成后，华菱钢铁、华菱集团和衡钢集团持有钢管控股 68.82%、25.07%和 6.11%的股权。

图 1：增资前后钢管控股股权结构变化



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

虽然前期否决了《关于华菱钢管与锡钢集团资产重组的议案》，但公司并没有放弃以钢管控股作为钢管业务整合平台的工作计划。通过此次增资，公司理顺了与子公司钢管控股、华菱钢管之间的股权关系，有利于未来钢管业务的统一管理。

在公司全力以赴确保扭亏的关键之年，对管理较为混乱的华菱钢管的整合势在必行：

- ✓ 横向比较来看，在盈利能力显著好于股份公司的情况下，三项费用率（尤其是销售费用率和财务费用率）高企使得华菱钢管销售利润率并没有相应好于股份公司；
- ✓ 纵向比较来看，华菱钢管今年 1 季度毛利率和净利率比去年平均水平出现较大幅度的下降，三项费率也没有出现明显的改善。

此次增资完成以后，华菱钢管将通过钢管控这个平台实现营销、采购、投融资以及战略策划等方面的集中管理。事实上，公司公告称目前华菱钢管的销售、财务、采购等业务已经整合到钢管控股之中。

根据 3 季度业绩预告，公司单季度实现扭亏，说明其自身调整开始收到成效。我们认为，通过理顺股权关系和改善运营管理，综合毛利率更高的华菱钢管的盈利改善同样值得期待。上次全票反对《关于华菱钢管与锡钢集团资产重组的议案》的外资股东对本次议案全部投下了赞成票，至少说明股东对此次调整持相对乐观的预期。

表 1：华菱钢管盈利能力好于股份公司，但三项费用侵蚀了利润率

华菱钢管与华菱股份利润简表	2010 年度		2011 年第一季度	
	华菱钢管	华菱钢铁	华菱钢管	华菱钢铁
营业收入	68.42	605.63	18.22	179.22
营业成本	62.83	596.77	17.13	171.04
毛利率	8.16%	1.46%	5.94%	4.56%
销售费用	1.82	5.92	0.52	1.76
销售费用率	2.65%	0.98%	2.86%	0.98%
管理费用	1.70	16.40	0.57	4.49
管理费用费用率	2.49%	2.71%	3.13%	2.50%
财务费用	2.89	10.53	0.59	2.91
财务费用率	4.22%	1.74%	3.24%	1.63%
三项费用	6.40	32.84	1.68	9.16
三项费用率	9.36%	5.42%	9.23%	5.11%
营业利润	-0.81	-25.30	-0.61	-2.14
利润总额	-0.69	-25.37	-0.60	-2.11
净利润	-0.55	-27.40	-0.46	-2.15
净利率	-0.81%	-4.52%	-2.51%	-1.20%
归属母公司所有者净利润	-0.55	-26.44	-0.46	-1.99

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，短期期待行业复苏与自身调整，长期等待产能扩张与品种结构优化

在行业并未出现明显恢复的情况下，环比三个季度盈利能力持续的大幅提升体现了公司自身调整的能力。

表 2：2 季度基本实现盈亏平衡，环比 1 季度有所改善，3 季度继续恢复

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

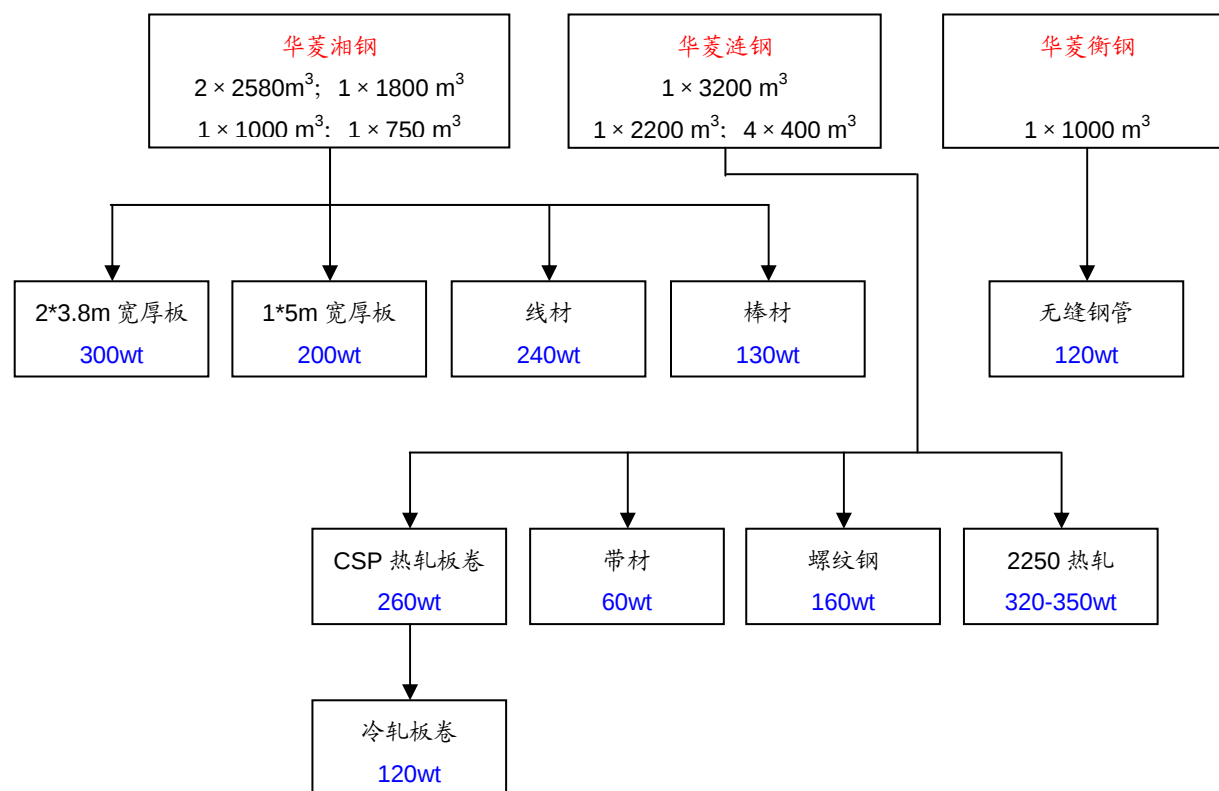
长期来看，公司看点主要在于产品结构的优化与品种结构提升：

- ✓ 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 分厂单月产量持续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 2：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 0.01 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	77196	83017	89107	货币资金	3470	7720	8302	8911
营业成本	59677	71989	76983	82281	交易性金融资产	535	535	535	535
毛利	925	5207	6034	6826	应收账款	1692	2143	2305	2474
% 营业收入	1.5%	6.7%	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	2394	2574	2763
销售费用	592	772	830	891	流动资产合计	23760	32525	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	2084	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	2147	2126	1983	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	2.8%	2.6%	2.2%	固定资产合计	46468	43636	40583	37352
资产减值损失	204	35	13	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	32	676	1374	其他非流动资产	100	100	100	100
% 营业收入	-4.1%	0.0%	0.8%	1.5%	资产总计	74716	80422	79558	78652
营业外收支	-7	0	0	0	短期贷款	26996	29300	26465	23047
利润总额	-2537	32	676	1374	应付款项	5755	6919	7399	7908
% 营业收入	-4.2%	0.0%	0.8%	1.5%	预收账款	3857	4941	5313	5703
所得税费用	204	8	169	344	应付职工薪酬	356	431	461	493
净利润	-2740	24	507	1031	应交税费	236	110	240	380
归属于母公司所有者					其他流动负债	6219	7545	8071	8627
的净利润	-2643.6	23.1	481.1	978.5	流动负债合计	43418	49247	47948	46158
少数股东损益	-97	1	26	52	长期借款	16365	16365	16365	16365
EPS (元/股)	-0.88	0.01	0.16	0.32	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	5268	6845	7348	负债合计	60226	65911	64613	62822
取得投资收益	163	0	0	0	归属于母公司	12444	12463	12872	13704
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	2047	2073	2125
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	14490	14511	14945	15829
固定资产投资	-6994	-1172	-1230	-1191	负债及股东权益	74716	80422	79558	78652
其他	719	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-6276	-1172	-1230	-1191		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	-0.877	0.008	0.160	0.324
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.55	4.55	4.70	5.01
银行贷款增加 (减少)	11668	2304	-2835	-3418	PE	-3.74	429.10	20.56	10.11
筹资成本	1743	-2150	-2198	-2130	PEG	0.02	-2.50	-0.12	-0.06
其他	-3499	0	0	0	PB	0.72	0.72	0.70	0.66
筹资活动现金流净额	9912	154	-5033	-5548	EV/EBITDA	20.38	7.58	6.16	5.12
现金净流量	748	4250	582	609	ROE	-21.2%	0.2%	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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 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。