

华西证券有限责任公司关于  
湖南华菱管线股份有限公司回购社会公众股份的  
独立财务顾问报告

## 一、 释义

除非作出特别说明，下列简称在本报告中具有以下含义：

华菱管线、公司	指湖南华菱管线股份有限公司
华菱集团	指湖南华菱钢铁集团有限责任公司
米塔尔钢铁公司	指 MITTAL STEEL COMPANY N.V.，该公司是一家根据荷兰法律成立和存续并在纽约证券交易所(NYSE)和阿姆斯特丹泛欧期货交易所(Euronext)上市的股份有限公司
本次回购	指湖南华菱管线股份有限公司回购不超 10000 万股的本公司社会公众股份（人民币 A 股）并依法予以注销的行为
中国证监会	指中国证券监督管理委员会
本财务顾问	指华西证券有限责任公司
回购办法	指《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》
回购预案	指湖南华菱管线股份有限公司《关于回购社会公众股的预案》
上市规则	指《深圳证券交易所股票上市规则》
元	指人民币元

## 二、 绪言

受湖南华菱管线股份有限公司的委托，华西证券有限责任公司担任华菱管线本次回购的独立财务顾问。

本报告依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等相关法律法规以及上市规则、回购办法等文件的规定，根据公司提供的有关资料和其它本财务顾问认为有必要而收集的公开资料等编制而成，旨在对本次回购进行独立、客观、公正的评价，供广大投资者和有关各方参考。

1、本财务顾问旨在就本次股份回购是否符合回购办法的有关规定，以及回购的必要性和可行性作出独立评价；

2、本财务顾问特别提醒华菱管线的全体股东及其他投资者认真阅读华菱管线董事会关于本次回购的公告；

3、虽然我们对公司的价值进行了评估，但并不构成对华菱管线的任何投资建议，对于投资者根据本财务顾问报告所做出的任何投资决策可能产生的风险，本财务顾问不承担任何责任；

4、本财务顾问没有委托和授权任何其他机构和个人提供未在本报告中列载的信息和对本报告做任何解释或说明；

5、本财务顾问报告所依据的资料由华菱管线提供，提供方对资料的真实性、准确性、完整性和及时性负责，并保证资料无虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；

6、本财务顾问就本次回购事宜进行了尽职调查，调查的范围包括公司章程、历次董事会、股东大会决议、最近三年及最近一期公司财务报告、公司的生产经营计划等，并和公司管理层进行了沟通；

### 三、 本次回购方案要点

回购股份的种类：社会公众股份（人民币 A 股）

回购价格及定价原则：

参照华菱集团向米塔尔钢铁公司转让公司部分国有法人股权的实际转让价格（每股4.31元），并结合公司自身的财务状况，公司确定本次回购价格不超过每股4.50元，在2005年一季度每股净资产值基础上溢价13.64%；公司在回购期内送股、转增股本或现金分红，自股价除权除息之日起，相应调整回购价格上限。

回购数量：不超过 10000 万股（公司在回购期内送股或转增股本则自股价除权之日起，相应调整回购数量上限）

回购比例：按回购 10000 万股计算，在不考虑可转债摊薄效应的情况下，回购比例为目前总股本的 5.67%，流通股本的 22.22%；如果考虑公司目前可转换债券全部转股的摊薄效应，则回购比例为总股本的 4.74%，流通股本的 12.59%

回购方式：深圳证券交易所集中竞价交易方式

回购期限：自回购报告书公告之日起 12 个月内

资金来源：自有资金

资金总额：预计不超过 4.50 亿元

### 四、 公司基本情况

湖南华菱管线股份有限公司( 000932 )1999年7月首次公开发行股票并于1999年8月在深圳证券交易所上市。2002年公司实施了一次增发，2004年7月公司发行20亿元的可转债，截至2005年第一季度末，公司总资产达到246亿元，净资产70

亿元。

公司为国内主要钢铁企业之一，主营炼钢、轧钢和有色金属压延加工及其产品的销售业务。主导产品为线材、无缝钢管、螺纹钢和铜加工材，其中中小口径无缝钢管全国销量第一，是全国钢铁企业十强之一。公司的主营业务收入和主营业务利润主要来自钢铁产品，2004年销售钢材所取得的销售收入和利润分别占公司主营业务收入的96.96%，占主营业务利润的96.96%。钢材的销售收入、产品销售成本、毛利率分别为230.62亿元、209.10亿元和9.33%。2004年全年钢产量712.9万吨、钢材635.9万吨、有色加工材2.67万吨，分别比上年增长41.87%、40.97%和60.17%；完成主营业务收入237.86亿元，比上年增长85.94%；实现净利润10.05亿元，比上年增长32.32%。企业综合竞争能力进一步增强，产量和经济效益均创历史最好水平。公司近3年的主要财务指标如表1所示：

表1：华菱管线2002 - 2004年主要财务指标

	2004 年	2003 年	2002 年
主营业务收入（万元）	2,378,609	1,279,223	976,398
主营业务利润（万元）	218,159	186,328	112,488
利润总额（万元）	133,302	111,078	70,643
净利润（万元）	100,480	75,937	53,464
经营活动现金流量净额（万元）	92,658	191,930	156,550
每股收益（元）	0.569	0.43	0.3
每股净资产（元）	3.78	3.26	2.83
净资产收益率（%）	15.06	13.2	10.71
资产负债比率（%）	63.27	44.54	33.03
流动比率（倍）	0.95	1.01	1.32
速动比率（倍）	0.74	0.83	1.03

截至2005年第一季度末，公司总股本1,765,384,978股，其中流通股450,009,978股，占25.49%；非流通股1,315,375,000股，占74.51%。湖南华菱钢铁集团持有本公司74.35%的股份，为国有股。公司发行的可转换公司债券自2005

年1月16日起进入转股期，截止2005年3月31日累计已有50,000元的可转债转为公司的股票，累计转股数为9,978股，占公司可转换债券转股前总股本比例不到0.01%，尚有1,999,950,000元的华菱转债未转股，占华菱转债发行总量(20亿元)的99.99%。

## 五、 本次回购符合回购办法的规定

### (一) 公司股票上市已满一年

华菱管线于1999年7月首次公开发行股票并于1999年8月在深圳证券交易所上市，截至目前上市时间已超过一年，符合回购办法规定。

### (二) 公司最近一年无重大违法行为

本财务顾问查询了相关证券监管机关的网站的公开信息。经核查，公司最近一年内无重大违法违规行为，符合回购办法规定。

### (三) 回购股份后，公司具备持续经营能力

本次回购资金来自公司满足日常经营和投资支出之后的盈余资金，回购将不会对公司的生产经营带来重大影响，回购之后公司仍具备持续经营能力。具体参见本财务顾问报告第七部分“本次回购的可行性分析”中的第一条：关于“回购对公司日常经营的影响”的分析。

### (四) 回购股份后，公司的股权分布符合上市条件

本次回购不以终止公司股票上市交易为目的；参照公司的回购预案，按最高回购数量10000万股计算，回购之后公司的流通股占总股本的比例为21.02%。

根据《公司法》第125条第4款规定股份有限公司股票上市条件包括“向社会

公开发行的股份达公司股份总数的百分之二十五以上 ;公司股本总额超过人民币四亿元的，其向社会公开发行股份的比例为百分之十五以上”。截至2005年第一季度末，公司的总股本为17.65亿元，由于公司总股本超过4亿元且向社会公开发行股份的比例超过了百分之十五，因此本次回购社会公众股之后，公司的股权分布仍符合《公司法》规定的上市条件。

## 六、 本次回购的必要性分析

### （一） 公司股价被低估损害了全体股东和可转债持有人的利益

2004年初以来，尽管期间公司各项经营指标都在稳定增长，公司股价却一路下滑，并在2005年5月份跌破每股净资产值。参照我们采用的自由现金流（FCFF）模型绝对估值法、PE及PB相对估值法，以及可比交易法得出的公司股票的价格水平，公司目前的股价已被低估。股价的持续低估不仅损害了包括中小投资者在内的全体股东的利益，也不利于维护可转债持有人的利益。

#### 1. 公司自由现金流(FCFF)模型估值法

我们采用公司自由现金流(FCFF)折现法对公司股权的内在价值进行了评估。在估值过程中，我们预测了公司2005年-2009年公司自由现金流（FCFF），并假设无风险利率为3.60%，市场风险溢价13%，调整后的Beta值为1.25，有效税率20%，债务比率（D/D+E）为40%，债务资本成本5.8%，权益资本成本19.86%，从而可以计算得出公司目前的加权平均资本成本（WACC）为13.77%。鉴于钢铁行业周期性因素，根据谨慎性原则，我们假设公司自由现金流在2010年之后保持0.5%的永续增长率，公司少数股东权益倍率为1.2倍。由此，我们计算得出公司目前的股权价值总额约为158.19亿元。在考虑公司现有可转换债券以当前转股价（4.50元）

全面转股的摊薄效应之后，公司目前每股内在价值约为7.16元，高于目前公司股票二级市场价格（7月18日收盘价3.91元），说明目前公司价值已经被市场低估。

在计算过程中，我们为公司的自由现金流估值模型选取了较为保守的假设，包括较高的市场风险溢价、较高的Beta值、较低的有效税率、较低的目标债务杠杆比率，以及较低的FCFF永续增长率。在不同的加权平均资本成本（WACC）和公司自由现金流（FCFF）永续增长率的情况下，公司全面摊薄的每股价值敏感性分析如表2所示。

根据敏感性分析结果，在0.5%的永续增长率假设前提下，如果公司加权平均资本成本在13.75%-15.00%的范围内波动，则公司每股内在价值的估值区间为5.94元 - 7.18元，高于公司股票的当前市价3.91元（7月18日收盘价），也高于公司股票30日均价3.93元、60日均价3.91元、90日均价4.04元，120日均价4.31元（以2005年7月18日为基准日）。

表2：自由现金流估值模型敏感性分析

每股价值(全面摊薄)		FCFF永续增长率(g)			
WACC		0.25%	0.50%	0.75%	1.00%
13.00%		7.85	8.05	8.26	8.47
13.25%		7.56	7.75	7.95	8.15
13.50%		7.28	7.46	7.65	7.84
13.75%		7.01	7.18	7.36	7.54
14.00%		6.75	6.91	7.08	7.26
14.25%		6.50	6.65	6.82	6.99
14.50%		6.26	6.41	6.56	6.72
14.75%		6.02	6.17	6.31	6.47
15.00%		5.80	5.94	6.08	6.23
15.25%		5.58	5.71	5.85	5.99
15.50%		5.37	5.50	5.63	5.76
15.75%		5.17	5.29	5.42	5.55
16.00%		4.97	5.09	5.21	5.33

表3：公司股价表现情况（基准日为2005年7月18日）

单位：元	当前价格	前30日均价	前60日均价	前90日均价	前120日均价
公司股票价格	3.91	3.93	3.91	4.04	4.31

## 2. PE及PB相对估值法

我们选取了国内A股市场主要的钢铁类上市公司，利用PE和PB两种相对估值法，对公司的股票价值进行评估。

表4：中国A股市场主要钢铁类上市公司估值水平

代码	名称	2004 年末	2005 年第一季度	收盘价	P/E	P/B
		每股收益	每股净资产	(2005-6-17)		
600005	武钢股份	0.409	2.42	3.73	9.12	1.54
600808	马钢股份	0.554	2.86	3.10	5.59	1.08
000898	鞍钢新轧	0.600	3.62	4.06	6.76	1.12
600001	邯郸钢铁	0.615	5.47	5.34	8.68	0.98
000709	唐钢股份	0.680	4.42	3.89	5.72	0.88
000629	新钢钒	0.630	5.97	5.45	8.65	0.91
600019	宝钢股份	0.750	3.59	4.89	6.52	1.36
600569	安阳钢铁	0.360	2.98	2.80	7.78	0.94
600010	钢联股份	0.700	4.41	4.01	5.73	0.91
600102	莱钢股份	0.804	5.28	4.76	5.92	0.90
<b>000932</b>	<b>华菱管线</b>	<b>0.569</b>	<b>3.96</b>	<b>3.86</b>	<b>6.78</b>	<b>0.97</b>
平均值					<b>7.02</b>	<b>1.05</b>

根据国内A股钢铁类上市公司市盈率平均水平，我们通过PE相对估值法评估的华菱管线的股票价值约为3.99元；根据国内A股钢铁类上市公司市净率平均水平，我们通过PB相对估值法评估的华菱管线的股票价值约为4.16元。

相对估值法的一个重要假设是可比公司的定价是合理的，如果可比公司的价值是被低估的，那么根据相对估值法得出的被评估公司的价值也是被低估的。在目前国内钢铁类上市公司被整体低估的情况下，利用相对估值法不能反映公司的真实价值水平，这就是为什么我们利用相对估值法得出的华菱管线的股权估值仍然较低的原因。因此，我们认为，在国内钢铁行业被整体低估的情况下，利用相对估值法的华菱管线的估值水平是低于其内在价值的。

为了获得钢铁行业整体的合理估值基准，我们可以参照国际钢铁行业目前的



估值水平，对此，我们选取了全球主要市场中具有代表性的钢铁类上市公司，其PE和PB指标如表5所示：

表5：全球钢铁类上市公司估值水平

名称	市盈率(P/E)	市净率(P/B)
<b>北美</b>		
Nucor	6.43	2.3
Mittal Steel Company N.V.	3.57	2.87
Dofasco Inc.	7.55	1.33
Carpenter Technology	14.72	2.19
Reliance Steel & Aluminum Co.	7.20	1.54
<b>平均值</b>	<b>7.89</b>	<b>2.05</b>
<b>欧洲</b>		
Mittal Steel Company N.V.	3.59	2.88
Acerinox	10.30	1.77
ThyssenKrupp	6.42	0.93
Voestalpine	6.31	1.11
<b>平均值</b>	<b>6.65</b>	<b>1.67</b>
<b>亚洲(日本以外地区)</b>		
台湾中钢	6.06	1.72
浦项制铁	3.96	0.96
马钢 H 股	4.83	1.02
鞍钢 H 股	6.75	1.21
TATA 钢铁	5.22	4.04
BlueScope Steel	10.54	2.14
<b>平均值</b>	<b>6.23</b>	<b>1.85</b>
<b>日本</b>		
日新钢铁	11.62	1.05
新日本钢铁	12.26	1.73
Tokyo Steel	8.18	1.63
<b>平均值</b>	<b>10.69</b>	<b>1.47</b>
<b>全球主要钢铁类上市公司平均值</b>	<b>7.53</b>	<b>1.80</b>

注：数据来自 2005 年 6 月 17 日彭博资讯

表6：综合相对估值水平对比分析

	P/E	P/B
全球钢铁类上市公司平均水平	7.53	1.80
中国 A 股市场钢铁板块平均水平	7.02	1.05
中国 A 股市场平均水平	16.58	-
<b>华菱管线</b>	<b>6.78</b>	<b>0.97</b>

注：中国 A 股市场平均 P/E 数据来自 2005 年 6 月 17 日全景网络

通过综合相对估值水平的对比分析，我们认为：目前中国A股市场钢铁类上市公司的价值被整体低估，华菱管线的估值低于行业平均水平。

我们的结论基于以下理由：

- 1) 从全球钢铁类上市公司的估值比较来看，中国A股市场主要钢铁类上市公司的估值水平和美国、日本等国相比已经处于较低的水平：从市盈率看，中国A股市场钢铁行业的市盈率逐渐降低，从最高20多倍降到目前7倍左右，已低于目前北美钢铁类上市公司接近8倍的市盈率水平；日本钢铁行业的平均市盈率水平从最高50余倍降到目前10倍左右，也高于中国钢铁行业平均市盈率水平；从市净率看，目前相当数量的中国A股钢铁类上市公司股价已跌破每股净资产的水平，平均市净率仅为1倍左右，低于北美2倍和日本1.47倍的水平，相对全球钢铁行业的平均市净率水平低约42%。
- 2) 从国内A股市场来看，钢铁行业的平均市盈率仅约为A股市场平均水平的42%。这种情况表明国内投资者对铁矿石等原材料价格上涨，以及国内宏观调控政策过度等影响钢铁行业的因素过分敏感和恐慌。我们认为，未来数年内中国国民经济仍将保持平稳高度增长，固定资产投资增长速度也将维持在每年20%以上，同时国际经济增长速度虽然有所放缓，但仍处于历史相对高速增长时期。国内外有利的宏观经济环境将有力的支撑对钢材需求。因此，我们认为目前国内A股市场对钢铁行业的估值水平存在部分非理性因素，钢铁类上市公司的内在价值已被低估。
- 3) 从华菱管线目前的估值水平来看，其市盈率和市净率都低于行业平均

水平。由于国内A股市场钢铁行业已被整体低估，因此我们认为华菱管线的股权内在价值已被市场进一步低估。

### 3. 可比交易法：参照公司国有法人股转让价格

根据公司披露的华菱集团与米塔尔钢铁公司于2005年1月14日在长沙签署的《股份转让合同》，本次华菱集团的股份转让价款由基本价款加调整价款组成，其中基本价款为每股3.96元，调整价款为华菱管线2004年6月30日至2004年12月31日净资产增加额。据此计算，本次华菱集团所持有的公司国有法人股的实际转让价格为每股4.31元。

我们认为，每股4.31元的实际股权转让价格不仅是米塔尔钢铁公司与华菱集团谈判博弈的结果，也是米塔尔钢铁公司对华菱管线投资价值的理性评估。在此，我们有理由认为米塔尔钢铁公司向华菱集团支付的股权转让价格是基本合理的。在此前提下，根据流通权溢价理论，流通股内在价值的合理水平应当高于每股4.31元。由此，我们认为目前华菱管线的股价水平已被市场低估。

## （二）通过回购提升股价保护全体股东和可转债持有人的利益

### 1. 提升股票价值，保护全体股东利益

回购之后，假定公司基本面的其他因素不变，公司的总股本将减少，公司的每股收益将增加，公司股价的估值水平将会因此上升。另外，回购有利于活跃市场，增强公司股票的流动性，并对股价水平形成支撑，具有稳定股价的作用。因此，对包括中小投资者在内的公司全体股东来说，回购将使其多方面受益。

## 2. 提升股票价值以保护可转债持有人利益

可转债持有人在购买公司转债时之所以愿意接受较低的票面利率，是因为其预期未来能够在公司股价上涨时通过转股获利。然而，公司发行的可转债自上市以来，基础股票的价格一直低于转股价格，使得可转债持有人无法实现转股。虽然公司在2005年5月18日将转股价下调至4.50元，但仍远高于公司目前的股价水平。回购将有利于促进公司股价，提高可转债的转股价值，从而有利于保护可转债持有人的利益。

## 七、本次回购的可行性分析

### 1. 回购对公司日常经营的影响

我们认为，公司按照每股4.50元的价格回购10000万股社会公众股，其所需的4.50亿元资金对公司的日常生产经营影响较小：

- 1) 公司内部产生现金流的能力较强。近年来，随着公司钢铁主业的迅速增长，公司销售产品带来的现金流入增幅较大，2002年以来年均复合增长率达到54.53%；期间内，公司的经营活动现金流量净额始终保持在一个较高水平，年均经营活动现金净流量达到14.70亿元。
- 2) 公司具备良好的外部筹资能力。伴随着公司业务的快速发展，公司的投资支出也迅速增加。在2002年至2004年间，公司平均投资活动现金净流量为25亿元，年均复合增长率达到33.42%。在公司内部产生的现金流不能全额满足投资支出的情况下，公司成功地通过外部筹资解决了资金缺口。在2002年至2004年间，公司年均筹资活动现金流量净额为18.09亿元，使得公司在满足日常经营和投资支出之后还有相当规模的资金盈余。在

2002年至2004年间，公司现金及现金等价物平均每年净增加7.76亿元。

- 3) 回购不占用公司日常经营和投资的资金。如上所述，在满足日常经营和投资支出之后，公司平均每年还有7.76的资金盈余，用该部分盈余资金回购股份将不会影响公司的日常经营和投资活动。
- 4) 回购资金所占比重较小。按本次回购所需资金上限4.50亿元计算，回购资金占公司过去3年平均经营活动现金净流量比重为30.61%，占2005年一季度末货币资金余额比重为14.96%。因此，回购资金占公司货币资金和经营活动现金流的比例较小，回购不会对公司的生产经营活动带来大的冲击。并且，考虑到回购资金是在1年内逐笔支付的，其对公司生产经营活动可能产生的影响将进一步减弱。公司庞大的资金规模有能力消化该笔资金流出可能带来的不利影响。

表7：公司过去三年及最近一期现金流状况（单位：百万元）

项 目	2005 年一季度	2004	2003	2002
经营活动现金流量净额	505.92	926.58	1,919.30	1,565.50
投资活动现金流量净额	-1,661.26	-3,102.95	-2,666.35	-1,741.16
筹资活动现金流量净额	630.84	3,926.97	1,341.74	157.54
现金及现金等价物净增加额	-524.40	1,750.60	594.68	-18.13

## 2. 回购对公司偿债能力的影响

- 1) 对公司流动性的影响。截至2005年一季度，公司账面货币资金30.09亿元，流动比率0.87倍，速动比率0.62倍。按回购资金总额最高不超过4.50亿元计算，回购之后公司的流动比率为0.82倍，速动比率为0.57

倍。由于公司的流动资产和负债的规模庞大，回购对公司流动比率和速动比率的影响较小，流动比率和速动比率的降低幅度仅为0.05。

- 2) 对公司清偿能力的影响。按回购资金总额上限4.50亿元计算，回购之后公司的股东权益将减少4.50亿元，使得公司的资产负债率由2005年一季度的63.12%升至64.25%，增加1.13%。虽然回购后公司的资产负债率将高于行业平均水平，但仍在合理范围之内。值得关注的是，回购将减少公司的股东权益，在这一程度上会增加债权人的求偿风险。然而，由于公司资产规模庞大，回购对债权人的影响较小。

表 8：回购前后公司偿债能力指标的对比

2005 年一季度	回购前	回购后
流动比率	0.87	0.82
速动比率	0.62	0.57
资产负债率	63.12%	64.25%

### 3. 回购对公司盈利能力的影响

回购将直接减少公司的总股本和股东权益，使得公司的每股收益和净资产收益率相应提高。2004年公司每股收益0.57元，净资产收益率为15.06%。假定公司按照最高每股4.50元的价格回购10000万股社会公众股，回购之后，每股收益将会增至0.6元，净资产收益率增至16.15%。

表 9：回购前后公司盈利能力指标的对比

2004 年	回购前	回购后
每股收益（元/股）	0.57	0.6
净资产收益率	15.06%	16.15%

## 八、 回购方案的影响分析

## 1. 回购对公司股价的影响

回购将减少公司的总股本，在公司利润不受影响的情况下，公司的每股收益将增加。如果回购后公司的市盈率不变，公司的股价将上升。

公司回购方案正式实施之后，公司将有权在回购有效期内根据市场价格作出回购决策。如果届时公司股价低于董事会认定的合理水平，公司将买入一定数量的股票。因此，回购将对公司股价形成一定的支撑，具有稳定股价的作用。

## 2. 回购对公司财务的影响

假定回购价格为每股4.50元，回购数量为10000万股。回购之后，公司的流动资产和股东权益减少4.50亿元，总股本减少1亿股，其他财务数据不受影响。如表12所示，回购之后，公司2004年每股收益增加0.03元，净资产收益率增加1.09%。按照2005年一季度数据计算，公司的流动比率和速冻比率均将下降0.05，资产负债率上升1.13%。由于假定回购价格高于公司的每股净资产值，回购之后，公司的每股净资产值会降低0.03元。

表 10：公司主要财务指标在回购前后的比较

主要财务指标	回购前	回购后 (回购价 4.50 元/股)
每股收益 (2004 年) (元/股)	0.57	0.6
净资产收益率 (2004 年)	15.06%	16.15%
流动资产 (2005 年一季度) (元)	7,664,532,823	7,214,532,824
股东权益 (2005 年一季度) (元)	6,994,052,050	6,544,052,050
流动比率 (2005 年一季度)	0.87	0.82
速动比率 (2005 年一季度)	0.62	0.57
资产负债率 (2005 年一季度)	63.12%	64.25%
每股净资产 (2005 年一季度) (元/股)	3.96	3.93

### 3. 回购对公司股本结构的影响

如以最高回购数量10000万股计算，本次回购完成后公司股本结构变化情况如表13所示：

表 11：股份回购前后股权结构的变化（单位：股）

不考虑可转债摊薄效应	回购前		回购后	
	股数	比例	股数	比例
法人股	1,315,375,000	74.51%	1,315,375,000	78.98%
流通 A 股	450,009,978	25.49%	350,009,978	21.02%
总股本	1,765,384,978	100%	1,665,384,978	100%
考虑可转债摊薄效应	回购前		回购后	
	股数	比例	股数	比例
法人股	1,315,375,000	59.52%	1,315,375,000	62.35%
流通 A 股	894,443,311	40.48%	794,443,311	37.65%
总股本	2,209,818,311	100%	2,109,818,311	100%

注：假定可转债按照每股 4.5 元的转股价格全部转股。

### 4. 回购对公司股东的影响

如前所述，回购将对公司股价水平形成一定的支撑。同时，回购有利于活跃市场，增加公司股票的流动性，促进股票价格回升。因此，本次回购将有利于维护公司全体股东的利益。

### 5. 回购对可转债持有人的影响

回购对可转债持有人的影响有两个方面：首先，从可转债的债性角度看，回购将提高公司的财务杠杆，从而减少可转债的纯债价值；其次，从可转债



股性的角度看，回购会提升公司股价，从而提高可转债的转股价值。由于回购对转股价值的影响占主导地位，因此本次回购将有利于维护可转债持有人的利益。

## 6. 回购对其他债权人的影响

回购之后，公司的股东权益将减少，同时使得公司资产负债率上升，这在一定程度上会增加债权人的求偿风险。然而，由于公司资产规模庞大，即使按4.50亿元的回购资金计算，回购之后，公司的资产负债率仅上升1.13%。因此，本次回购对债权人的影响较小。

## 九、独立财务顾问意见

根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》等相关法律法规，以及回购办法的有关规定，本财务顾问认为本次回购符合上市公司回购社会公众股份的有关条件。

由于公司股价已经较长时间低于每股净资产，导致包括中小投资者在内的公司全体股东及公司可转换债券持有人的利益受到损害；同时公司的估值水平低于国内同行业平均水平和国际同行业水平，也影响了公司在资本市场和同行业中的形象。本次回购将向市场传递公司股价被低估的信号，同时增加公司每股收益和净资产收益率，活跃公司股票交易，从而促进公司股票价格回升至公司合理的估值水平，达到保护公司全体股东及公司可转换债券持有人利益的目的。

本次回购资金将全部来源于公司自有资金，公司目前良好的现金流状

况、较充裕的货币资金余额，以及较强的筹资能力使本次回购具备可操作性，也保证了本次回购不会对公司的日常经营产生不利影响。

## 十、提请投资者注意的问题

1. 本次回购预案尚需公司临时股东大会表决通过，并报中国证监会备案无异议后才能正式实施。
2. 股票价格受多种因素影响，公司基本面众多因素中决定公司长期投资价值的主要因素，投资者应关注钢铁行业的周期性波动、公司的经营业绩以及未来发展前景。
3. 回购价格高于当前公司股票二级市场价格，同时由于回购将提高公司每股收益、提升公司股票的换手率，并向市场传递公司价值被低估的信息，因此公司股票价格将可能因回购消息的影响而有所上涨，但由于国内尚无众多回购社会公众股份的案例，因此其具体效应并未得到市场统计分析的验证，提请投资者注意股价短期波动的风险。
4. 投资者应注意公司可转债转股的影响。
5. 公司实际回购数量可能因为股价的上涨而与计划回购数量不完全吻合；回购期限可能因为回购计划提前完成而低于十二个月的预定期限。
6. 本财务顾问报告仅供投资者参考，不作为投资者买卖股票的依据。

## 十一、本财务顾问联系资料

名称：华西证券有限责任公司

法定代表人：张慎修

联系人员：陈伟、嵇志瑶、陈泉泉、于冬梅、李鹏

联系电话：021-65078826      传真：021-65080566

联系地址：上海市曲阳路1号华西证券大厦14楼

## 十二、备查文件

1. 第二届董事会第二十次会议决议
2. 湖南华菱管线股份有限公司关于回购社会公众股份的预案
3. 华菱管线 2004 年度报告
4. 华菱管线 2005 年第一季度报告
5. 湖南华菱管线股份有限公司股东持股变动报告书(2005 年 1 月 14 日签署)

华西证券有限责任公司

二      五年七月十九日