

华菱钢铁（000932）2018 年报点评

资产负债表显著修复，攻守兼备新定位

事项:

❖ 公司 2018 年年报正式披露，营业总收入 913.69 亿元，同比去年 19.11%，净利润为 67.8 亿元，同比去年 64.53%，基本 EPS 为 2.25 元，平均 ROE 为 48.64%，10 转 4 股。

评论:

❖ **生产状况:** 2018 年公司全年生产钢材 1,836 万吨（同比+170 万吨）；继 2017 年钢材产量增加 177 万吨的基础上，公司产量继续大幅爬坡，产能利用率持续提升。产量的大幅提升减少了摊销到单位钢材上的固定费用、折旧摊销、人力成本等，进而减少了单位成本增加了吨钢利润，形成量利双升的效应。综合供给侧改革以来的情况，公司是大型上市钢企中产能利用率提升最多的公司。一方面由于公司在 2009-2011 年间投入了大额的资本支出完成了装备现代化，因此未受到淘汰落后产能的影响。另一方面公司前期新建的高端产线需要较长的磨合期，受资金约束行业较差一直未能达产。在经过三年的盈利修复，公司生产状况等各项状况都显著改善，公司资质已经不同过去。在 2019 年第一季度，公司单月的产量继续上升，19 年 1 月份单月产钢 170 万吨突破新高，一季度业绩值得期待。

❖ **毛利状况:** 2018 年全年公司吨钢毛利 876 元（环比+233 元），其中四季度单季吨钢毛利 790 元（环比-217 元）。2018Q1-2019Q1 五个季度螺纹钢的吨钢测算毛利分别为 811 元、907 元、994 元、790 元和 433 元；热轧的吨钢测算毛利分别为 748 元、892 元、740 元、346 元和 331 元；中板的测算毛利分别为 585 元、909 元、702 元、351 元和 280 元。公司板材的营业收入占到了一半，2018Q4 板材测算毛利下滑最为严重，而板材为主的湘钢又是上市公司股权占比最高的子公司，因此公司四季度业绩表现较差。但从一季度各品种表现来看，热轧反而表现出了一定的韧性。

❖ **资产结构:** 资产负债率进一步下降，债务结构持续优化。2018 年年报，公司资产负债率 65%，同比下滑了 15%，是近年以来的最低水平。从债务绝对值规模来看，公司长期借款+短期借款 189 亿，同比减少了 74 亿。从债务结构来看，公司长期借款在债务中的比例达到了 33%，增加了 20%，避免了短期借款为主，周转困难的窘境。从财务费用来看，公司 2018 年财务费用 15.38 亿元，减少了 3 亿元。资产负债表得到了显著修复，过去由于资金问题对企业经营造成的干扰基本消失。

❖ **三费等其他消耗项:** 公司负债情况改善财务费用减少了 3 亿元，员工工资和研发费用增加导致管理费用上升了 8.5 亿元，产销增加带来的管理费用增加了 4.4 亿元，三费合计增加近 10 亿。2018 年公司主要子公司湘钢、涟钢、衡钢的前期可抵扣亏损已经用完，所得税费用增加了 7 亿元。19 年除汽车板公司外，都需要按照 15% 的所得税进行缴纳。

❖ **以往市场更倾向于将华菱理解成一个业绩上升期配置的弹性标的，但我们认为经过三年的盈利改善，公司的资产负债表已经显著修复，生产经营活动的效率也已经大幅提高。目前的华菱已经是一个攻守兼备的优良标的。公司的品种板材主要是机械船舶桥梁板等，是主要受益于基建的品种。无缝管也是一季度盈利有所上升的品种，综合公司三月份产量再创新高，我们认为公司的一季报可能是主流钢企中比较突出的。**

❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们预计公司 2019-2021 年的主营业务收入为 951.41/969.37/989.22 亿元（原预测 2019-2020 年为 996.25/1042.41 亿元），对应的归母净利润分别为 56.82/58.12/62.86 亿元（原预测 2019-2020 年为 92.46/108.73 亿元），对应的 EPS 分别为 1.88/1.93/2.08 元（原预测 2019-2020 年为 3.07/3.61 元），对应的 PE 分别为 4/4/4 倍。公司 2019 年的归母净利润预期为 57 亿元，结合行业估值水平给予 5 倍估值，对应的目标价为 9.43 元。公司的主营品种热轧板和钢管都是本年内表现较好的品种，上调评级至“强推”。

❖ **风险提示:** 铁矿石大幅上行侵蚀钢厂利润、需求不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	91,179	95,141	96,937	98,922
同比增速(%)	19.2%	4.3%	1.9%	2.0%
归母净利润(百万)	6,780	5,682	5,812	6,286
同比增速(%)	64.5%	-16.2%	2.3%	8.2%
每股盈利(元)	2.25	1.88	1.93	2.08
市盈率(倍)	4	4	4	4
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 12 日收盘价

强推（上调）

目标价：9.43 元

当前价：8.25 元

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com
执业编号：S0360518010002

证券分析师：严鹏

电话：021-20572535
邮箱：yanpeng@hcyjs.com
执业编号：S0360518070001

联系人：罗兴

电话：010-63214656
邮箱：luoxing@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	301,565
已上市流通股(万股)	301,533
总市值(亿元)	248.79
流通市值(亿元)	248.76
资产负债率(%)	65.1
每股净资产(元)	5.8
12 个月内最高/最低价	10.74/0.0

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《华菱钢铁（000932）：板材价利上涨+高端产品溢价，半年业绩再创新高》

2018-07-04

《华菱钢铁（000932）深度研究报告：量利双增业绩为王，去杠杆稳步推进助力利润增长》

2018-08-14

《华菱钢铁（000932）2018 年三季报点评：产量价格双双上升，成本下降管理费用大增》

2018-11-01

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,717	15,865	23,831	32,999
应收票据	6,806	7,102	7,236	7,384
应收账款	3,213	3,334	3,397	3,467
预付账款	1,256	1,332	1,354	1,373
存货	7,435	7,885	8,015	8,129
其他流动资产	3,236	3,574	3,656	3,747
流动资产合计	30,663	39,092	47,489	57,099
其他长期投资	111	112	113	114
长期股权投资	261	263	263	263
固定资产	38,670	37,013	35,279	33,473
在建工程	1,144	1,427	2,539	3,095
无形资产	4,004	3,806	3,628	3,468
其他非流动资产	382	373	372	372
非流动资产合计	44,572	42,994	42,194	40,785
资产合计	75,235	82,086	89,683	97,884
短期借款	12,653	12,653	12,653	12,653
应付票据	5,325	7,984	8,115	8,231
应付账款	4,913	5,210	5,296	5,371
预收款项	4,001	4,439	4,523	4,616
其他应付款	3,129	3,129	3,129	3,129
一年内到期的非流动负债	1,436	1,436	1,436	1,436
其他流动负债	6,672	2,382	1,727	1,046
流动负债合计	38,129	37,233	36,879	36,482
长期借款	6,327.00	6,327.00	6,327.00	6,327.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4,538	4,538	4,538	4,538
非流动负债合计	10,865	10,865	10,865	10,865
负债合计	48,994	48,098	47,744	47,347
归属母公司所有者权益	17,533	23,189	29,001	35,287
少数股东权益	8,709	10,799	12,938	15,250
所有者权益合计	26,241	33,988	41,939	50,537
负债和股东权益	75,235	82,086	89,683	97,884

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	12,643	14,461	11,992	12,432
现金收益	13,064	12,148	12,148	12,610
存货影响	325	-450	-130	-114
经营性应收影响	-1,846	-705	-430	-448
经营性应付影响	-2,751	3,394	301	283
其他影响	3,850	73	103	101
投资活动现金流	1,370	-1,898	-2,315	-1,558
资本支出	-2,422	-1,686	-2,315	-1,558
股权投资	94	1	0	0
其他长期资产变化	3,698	-213	0	0
融资活动现金流	-11,086	-5,415	-1,711	-1,706
借款增加	-7,028	0	0	0
财务费用	-1,748	0	0	0
股东融资	3,040	0	0	0
其他长期负债变化	-5,350	-5,415	-1,711	-1,706

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	91,179	95,141	96,937	98,922
营业成本	75,285	79,840	81,154	82,307
税金及附加	806	841	857	874
销售费用	1,450	1,513	1,542	1,574
管理费用	2,747	2,866	2,920	2,980
财务费用	1,447	1,119	1,083	1,043
资产减值损失	211	211	211	211
公允价值变动收益	-4	-4	-4	-4
投资收益	87	87	87	87
其他收益	123	123	123	123
营业利润	9,441	8,959	9,378	10,141
营业外收入	12	2	2	2
营业外支出	118	27	27	27
利润总额	9,335	8,934	9,353	10,116
所得税	731	1,161	1,403	1,518
净利润	8,604	7,773	7,950	8,598
少数股东损益	1,824	2,091	2,138	2,312
归属母公司净利润	6,780	5,682	5,812	6,286
NOPLAT	9,937	8,746	8,871	9,485
EPS(摊薄) (元)	2.25	1.88	1.93	2.08

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	19.2%	4.3%	1.9%	2.0%
EBIT 增长率	51.8%	-6.8%	3.8%	6.9%
归母净利润增长率	64.5%	-16.2%	2.3%	8.2%
获利能力				
毛利率	17.4%	16.1%	16.3%	16.8%
净利率	9.4%	8.2%	8.2%	8.7%
ROE	25.8%	16.7%	13.9%	12.4%
ROIC	18.7%	16.4%	15.2%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	65.1%	58.6%	53.2%	48.4%
债务权益比	95.1%	73.4%	59.5%	49.4%
流动比率	80.4%	105.0%	128.8%	156.5%
速动比率	60.9%	83.8%	107.0%	134.2%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.0
应收帐款周转天数	12	12	12	12
应付帐款周转天数	23	23	23	23
存货周转天数	36	35	35	35
每股指标(元)				
每股收益	2.25	1.88	1.93	2.08
每股经营现金流	4.19	4.80	3.98	4.12
每股净资产	5.81	7.69	9.62	11.70
估值比率				
P/E	4	4	4	4
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	3	3	2	2

钢铁煤炭组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：严鹏

清华大学博士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：罗兴

香港科技大学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王晓芳

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500