

2019 年 06 月 28 日

公司研究

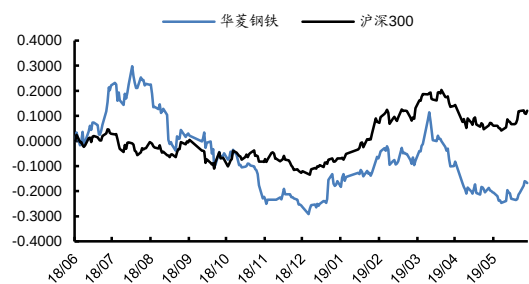
评级：买入（维持）

研究所  
证券分析师： 谭倩 S0350512090002  
0755-83473923  
联系人： 李浩  
021-68930177 lih07@ghzq.com.cn  
联系人： 纪翔 S0350115090028  
010-88576686 jix@ghzq.com.cn

## 受益环保限产，公司盈利环比改善预期显著

### ——华菱钢铁（000932）动态点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

| 表现     | 1M  | 3M    | 12M   |
|--------|-----|-------|-------|
| 华菱钢铁   | 2.5 | -10.9 | -16.9 |
| 沪深 300 | 4.4 | 2.9   | 12.0  |

| 市场数据        | 2019-06-27 |
|-------------|------------|
| 当前价格（元）     | 4.89       |
| 52 周价格区间（元） | 4.45-10.74 |
| 总市值（百万）     | 20645.14   |
| 流通市值（百万）    | 20643.12   |
| 总股本（万股）     | 422191.00  |
| 流通股（万股）     | 422149.78  |
| 日均成交额（百万）   | 494.89     |
| 近一月换手（%）    | 24.50      |

#### 相关报告

《华菱钢铁（000932）动态点评：产能规模优势明显，内生增长动力强劲》——2018-11-12

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 投资要点：

- **环保限产推升钢价，公司盈利环比改善趋势明显。**基于环保要求，6 月 23 日唐山市政府发布全市钢铁企业停限产工作通知，限停产比例达 20%-50%，高炉扒炉停产。烧结机、转炉、石灰窑装备当日停产到位，高炉 6 月 27 日停产到位，8 月根据环境情况决定是否延续执行。此次唐山区域限产力度大，执行严格，区域钢企受环保政策约束，供给收缩显著，行业整体库存减少趋势明显。环保限产扰动钢价，带来吨钢短期价格抬升，受此影响公司盈利环比改善预期显著。
- **高附加值产品比重提升，产品结构进一步优化，打造区域竞争优势。**面对国内钢铁行业产品结构失衡，高档关键的优质品种大量进口的现状，公司进一步推进产品结构优化，在高端钢和市场适用性上不断突破，符合高强轻量、绿色环保、节能高效的趋势。在工艺技术装备水平上，华菱湘钢的五米板和线棒材、华菱涟钢的 2250 热轧、华菱钢管的 720 机组、VAMA 高端汽车板，工艺装备水平国内领先。在产品结构方面，华菱湘钢是卡特彼勒（全球工程机械制造商龙头）全球最大的中厚板供应商，可生产供货全系列高品质工程机械用宽厚板，强度等级从 290MPa 至 1100MPa，产品厚度规格从 6 至 200 毫米，宽度规格从 900 至 4800 毫米；华菱涟钢生产的耐磨钢为国内最高级别和最薄规格，打破进口垄断，其中薄规格高强工程机械用钢销量国内第一，超薄规格耐磨钢国内市占率超过 70%，已实现 1100MPa 高强钢的稳定供货、成功研发 1300MPa 级钢，目前正在预研 1500MPa 超高强钢，600-1300MPa 品类国内市占率超过 40%；华菱衡钢生产的旋挖钻杆管，打破进口依赖，当前国内市场占有率达 50%以上，解决了国内采购商进口价格高、交货期长、运输成本高的问题，打破国外市场垄断，迫使国外产品价格下调。公司以研发创新为支点，实现产品升级，结构优化。
- **公司拟发行股份收购“三钢”股权，现金收购华菱节能，优化财务结构，降低杠杆率。**根据 6 月 14 日公告，公司发行股份及支付现金购买资产的股份发行价格由 6.41 元/股调整为 4.58 元/股；股份发行数量由 13.63 亿股调整为 19.07 亿股，收购华菱湘钢 13.68%股权、华菱涟钢 44.17%股权、华菱钢管 43.42%股权，华菱节能 100%的股权。收购完成后公司将全资控股“三钢”及华菱节能，实现集团钢铁资产整体上市，此次整合有利于公司加强内部资源整合，降低资产

负债率,提升持续经营能力,加之2018年公司通过减少有息负债78.1亿元,降低财务费用,提高抗风险能力,2019年一季度公司财务费用降低39.31%,仅为2.3亿元。公司积极推动资本结构优化,降杠杆提升抗风险能力。

- **盈利预测和投资评级: 维持买入评级。** 公司为全国十大钢铁企业之一,湖南省龙头钢企,以研发创新为支撑,产品品类不断向中高端升级,优势产品市占率国内第一,在单体宽厚板、无缝钢管、汽车板等细分领域具有较强的竞争优势。公司通过内部收购整合,降低杠杆率,提升整体抗风险能力,资本结构不断优化。此次环保限产力度大,执行力度强,推动钢价上涨趋势明显,公司盈利环比改善预期显著。暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响,预计公司2019-2021年EPS为1.45/1.36/1.54元、对应PE 3.37/3.60/3.18倍,维持买入评级。
- **风险提示:** 环保限产执行效果不及预期;宏观经济疲软持续走低;下游需求不及预期;竞争格局变化市占率下行;股份发行进度不及预期;公司产品价格下滑风险。

| 预测指标       | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元)  | 91369  | 93936  | 103221 | 110494 |
| 增长率(%)     | 19.19% | 2.81%  | 9.88%  | 7.05%  |
| 归母净利润(百万元) | 6780   | 6122   | 5728   | 6490   |
| 增长率(%)     | 64.53% | -9.71% | -6.43% | 13.29% |
| 摊薄每股收益(元)  | 1.61   | 1.45   | 1.36   | 1.54   |
| ROE(%)     | 25.84% | 23.80% | 17.68% | 17.58% |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华菱钢铁盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

| 2019-06-2         |           |       |       |       |                   |         |        |        |        |
|-------------------|-----------|-------|-------|-------|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 证券代码：             | 000932.SZ | 股价：   | 4.89  | 投资评级： | 买入                | 日期：     | 7      |        |        |
| 财务指标              | 2018      | 2019E | 2020E | 2021E | 每股指标与估值           | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>盈利能力</b>       |           |       |       |       | <b>每股指标</b>       |         |        |        |        |
| ROE               | 26%       | 24%   | 18%   | 18%   | EPS               | 1.61    | 1.45   | 1.36   | 1.54   |
| 毛利率               | 18%       | 17%   | 17%   | 15%   | BVPS              | 4.15    | 5.39   | 6.54   | 7.85   |
| 期间费率              | 2%        | 6%    | 6%    | 6%    | <b>估值</b>         |         |        |        |        |
| 销售净利率             | 7%        | 7%    | 6%    | 6%    | P/E               | 3.04    | 3.37   | 3.60   | 3.18   |
| <b>成长能力</b>       |           |       |       |       | P/B               | 1.18    | 0.91   | 0.75   | 0.62   |
| 收入增长率             | 19%       | 3%    | 10%   | 7%    | P/S               | 0.23    | 0.22   | 0.20   | 0.19   |
| 利润增长率             | 65%       | -10%  | -6%   | 13%   |                   |         |        |        |        |
| <b>营运能力</b>       |           |       |       |       | <b>利润表（百万元）</b>   | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 总资产周转率            | 1.21      | 1.31  | 1.37  | 1.41  | 营业收入              | 91369   | 93936  | 103221 | 110494 |
| 应收账款周转率           | 9.02      | 8.80  | 8.80  | 8.80  | 营业成本              | 75285   | 78116  | 85912  | 93409  |
| 存货周转率             | 10.13     | 9.61  | 10.14 | 9.13  | 营业税金及附加           | 806     | 745    | 609    | 534    |
| <b>偿债能力</b>       |           |       |       |       | 销售费用              | 1450    | 1503   | 1652   | 1768   |
| 资产负债率             | 65%       | 64%   | 57%   | 53%   | 管理费用              | 2268    | 2348   | 2581   | 2762   |
| 流动比               | 0.80      | 0.84  | 0.99  | 1.13  | 财务费用              | 1538    | 1278   | 1061   | 882    |
| 速动比               | 0.61      | 0.63  | 0.78  | 0.89  | 其他费用/（-收入）        | (128)   | (177)  | (111)  | (101)  |
|                   |           |       |       |       | <b>营业利润</b>       | 9441    | 9769   | 11296  | 11037  |
| <b>资产负债表（百万元）</b> | 2018      | 2019E | 2020E | 2021E | 营业外净收支            | (106)   | 25     | 25     | 25     |
| 现金及现金等价物          | 8717      | 7174  | 11152 | 11230 | <b>利润总额</b>       | 9335    | 9794   | 11321  | 11062  |
| 应收款项              | 10128     | 9719  | 9841  | 9682  | 所得税费用             | 731     | 686    | 792    | 774    |
| 存货净额              | 7435      | 7110  | 6703  | 7232  | <b>净利润</b>        | 8604    | 9109   | 10528  | 10288  |
| 其他流动资产            | 4383      | 3882  | 4182  | 6346  | 少数股东损益            | 1824    | 2987   | 4800   | 3798   |
| <b>流动资产合计</b>     | 30663     | 27884 | 31878 | 34489 | <b>归属于母公司净利润</b>  | 6780    | 6122   | 5728   | 6490   |
| 固定资产              | 38670     | 37477 | 37255 | 38155 |                   |         |        |        |        |
| 在建工程              | 1144      | 1451  | 1007  | 1006  | <b>现金流量表（百万元）</b> | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 无形资产及其他           | 4004      | 4304  | 4104  | 3823  | <b>经营活动现金流</b>    | 14402   | 19487  | 22308  | 21093  |
| 长期股权投资            | 261       | 211   | 218   | 222   | 净利润               | 8604    | 9109   | 10528  | 10288  |
| <b>资产总计</b>       | 75235     | 71757 | 75072 | 78383 | 少数股东权益            | 1824    | 2987   | 4800   | 3798   |
| 短期借款              | 12653     | 9489  | 8066  | 6856  | 折旧摊销              | 3013    | 3600   | 3639   | 3800   |
| 应付款项              | 10238     | 7915  | 6788  | 5054  | 公允价值变动            | (4)     | 0      | 0      | 0      |
| 预收帐款              | 4001      | 4118  | 4525  | 4844  | 营运资金变动            | 965     | 3789   | 3339   | 3202   |
| 其他流动负债            | 11238     | 11646 | 12779 | 13866 | <b>投资活动现金流</b>    | 1370    | 1575   | 1811   | 2083   |
| <b>流动负债合计</b>     | 38129     | 33169 | 32157 | 30619 | 资本支出              | 680     | 0      | 0      | 0      |
| 长期借款及应付债券         | 6327      | 7276  | 7421  | 7421  | 长期投资              | (5)     | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债            | 4539      | 5590  | 3089  | 3424  | 其他                | 695     | 1575   | 1811   | 2083   |
| <b>长期负债合计</b>     | 10865     | 12866 | 10510 | 10845 | <b>筹资活动现金流</b>    | (11086) | (5334) | (5164) | (5178) |
| <b>负债合计</b>       | 48994     | 46034 | 42667 | 41464 | 债务融资              | (7398)  | (7768) | (8156) | (8564) |
| 股本                | 4222      | 4222  | 4222  | 4222  | 权益融资              | 3040    | 3192   | 3351   | 3519   |
| 股东权益              | 26241     | 25723 | 32405 | 36919 | 其它                | (6728)  | (758)  | (359)  | (133)  |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | 75235     | 71757 | 75072 | 78383 | <b>现金净增加额</b>     | 4685    | 15728  | 18955  | 17997  |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【煤炭钢铁有色组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。李浩，工商管理硕士，十年钢铁行业工作经验，七年钢铁市场研究经验，曾就职武钢股份。目前从事钢铁行业及上市公司研究。

纪翔，

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。