

资产负债表持续修复，仍具备低估值优势

——华菱钢铁(000932.SZ) 2019年中报点评

公司简报

◆**公司 2018H1 净利同比下降 35%，降本增效较显著。**公司 2019H1 营业收入 483.37 亿元，同比增长 11.17%；归母净利润 22.37 亿元，同比下降 34.9%。受钢铁行业景气度下滑影响，公司 2019H1 毛利率同比下降 3.2pct 至 13.65%。公司降本增效较为显著，2019H1 期间费用率为 4.8%，同比下降 0.62pct，其中财务费用下降显著，一定程度上支撑了业绩。

◆**2019Q2 单季净利环比增长 4.8%，盈利略有好转。**公司 2019Q2 单季度实现营业收入 246.38 亿元，同比增长 4.9%，环比增长 4.0%；实现归母净利润 11.45 亿元，同比下降 40%，环比增长 4.8%。二季度钢铁行业景气度短期环比回暖，公司短期盈利水平略有好转。

◆**资产负债率显著下降，净资产增长至新高。**2019 年 6 月 30 日公司资产负债率为 60.4%，相比年初下降了 4.72pct，相比 2017 年初的高位水平已累计下降了 26.5pct，公司资产负债结构大幅好转。2019 年 6 月 30 日公司净资产增长至 295.3 亿元，创历史新高；总负债规模则降至近十年最低水平。2019H1 公司财务费用同比大幅下降 48%，同比减少 3.83 亿元。

◆**拟定增收购核心子公司全部少数股权，提升归母净利润与长期竞争力。**公司 2019H1 净利润为 33.06 亿元，归母净利润为 22.37 亿元，少数股东收益高达 10.69 亿元。公司拟做资产重组，定增收购旗下三个核心子公司——湘钢公司、涟钢公司、衡阳钢管的全部少数股权，重组后有望显著提升归母净利润，并强化对子公司的治理，提升公司综合竞争力。

◆**估值水平偏低，维持“增持”评级。**鉴于钢铁景气度整体走弱，我们调低公司 2019-2021 年预期归母净利润为 40.00 亿元、33.18 亿元、27.78 亿元，对应 EPS 分别为 0.95 元、0.79 元、0.66 元。当前公司 PE (2019E) 仅为 4 倍，估值水平显著偏低，再考虑到公司偿债压力持续降低、规划未来三年实施分红，有望具备较高投资回报率，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**定增收购子公司进展不及预期；钢铁行业供给过多或需求不振导致钢价波动风险；公司生产安全风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	76,511	91,179	80,490	77,319	76,546
营业收入增长率	53.60%	19.17%	-11.72%	-3.94%	-1.00%
净利润(百万元)	4,121	6,780	4,000	3,318	2,778
净利润增长率	-490.55%	64.53%	-41.00%	-17.06%	-16.27%
EPS(元)	0.98	1.61	0.95	0.79	0.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	39.82%	38.67%	18.58%	13.35%	10.42%
P/E	4	3	4	5	6
P/B	1.7	1.0	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 20 日

增持(维持)

分析师

王凯 (执业证书编号：S0930518010004)
021-52523812
wangk@ebcn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-52523811
wangzh@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：42.22
总市值(亿元)：177.74
一年最低/最高(元)：3.94/7.53
近 3 月换手率：53.65%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.65	-13.46	-58.18
绝对	-8.09	-9.55	-40.79

资料来源：Wind

相关研报

负债结构显著优化，未来三年将落实分红——华菱钢铁(000932.SZ) 2018 年报点评
..... 2019-03-30

表 1：华菱钢铁年度财务数据

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 上半年	2018 上半年
粗钢产量(万吨)	1538	1487	1548	1732	1972	986	986
营业收入 (亿元)	556.00	414.06	498.11	765.11	911.79	483.37	434.81
吨钢营收 (元/吨)	3615	2785	3218	4418	4624	4902	4410
吨钢营收变化	-9%	-23%	16%	37%	5%	6%	-10%
营业成本 (亿元)	512	402	465	659	753	417	362
毛利 (亿元)	43.50	11.64	33.44	105.70	158.93	65.97	73.24
毛利率	7.82%	2.81%	6.71%	13.82%	17.43%	13.65%	16.84%
销售费用 (亿元)	7.49	8.56	8.84	10.10	14.50	8.22	6.63
财务费用 (亿元)	18.94	27.61	23.16	18.51	15.38	4.15	7.98
管理费用 (亿元)	15.15	14.78	13.60	7.80	22.68	10.84	8.93
期间费用率	7.48%	12.31%	9.15%	4.76%	5.77%	4.80%	5.42%
吨钢期间费用(元/吨)	270	343	295	210	267	235	239
利润总额 (亿元)	1.74	-41.79	-16.68	53.29	93.35	37.38	44.54
归母净利润 (亿元)	0.75	-29.59	-10.55	41.21	67.80	22.37	34.39
同比增长	-29%	-4065%	-64%	-491%	65%	-67%	54%
净利率	0.13%	-7.15%	-2.12%	5.39%	7.44%	4.63%	7.91%
吨钢净利 (元/吨)	5	-199	-68	238	344	227	349
经营净现金流 (亿元)	72.68	42.11	66.00	42.14	144.02	-0.54	61.34
资本开支 (亿元)	31.34	15.85	10.85	4.34	16.06	10.93	10.12
自由现金流 (亿元)	41.34	26.26	55.15	37.79	127.96	-11.47	51.22
ROE	0.73%	-33.82%	-15.61%	49.69%	48.64%	11.99%	28.49%
ROIC	3.00%	-4.31%	0.26%	15.83%	20.77%	7.01%	10.84%
折旧 (亿元)	26.01	28.17	28.01	27.02	28.99	14.96	13.66
吨钢折旧 (元/吨)	169	189	181	156	147	152	139
存货 (亿元)	79.05	80.22	85.16	77.61	74.35	64.30	64.98
存货/销售收入	14.22%	19.38%	17.10%	10.14%	8.15%	13.30%	14.94%
员工总数 (人)	31303	29211	24414	22666	22801	22801	22666
人均钢产量(吨)	491	509	634	764	865	432	435
总资产 (亿元)	730.91	764.99	709.46	749.30	752.35	745.58	744.24
净资产 (亿元)	146.99	106.74	92.97	145.81	262.41	295.25	188.15
资产负债率	79.89%	86.05%	86.90%	80.54%	65.12%	60.40%	74.72%
流动比率	0.45	0.45	0.42	0.62	0.80	0.80	0.71
流动资产周转率	2.38	1.63	1.96	2.86	3.02	1.59	1.45
存货周转次数	6.13	5.05	5.62	8.10	9.91	6.02	5.07

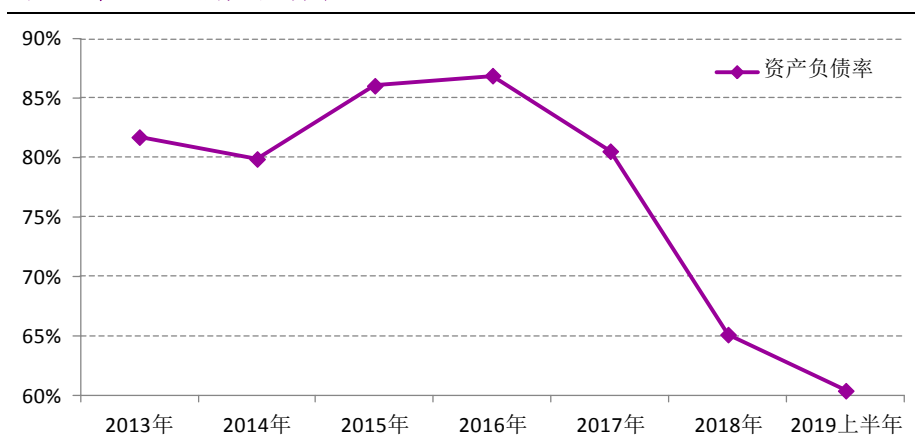
资料来源：公司财报、光大证券研究所（公司未披露半年度粗钢产量，2019H1、2018H1 粗钢产量取 2018 年全年产量的 1/2）

表 2：华菱钢铁单季度财务数据

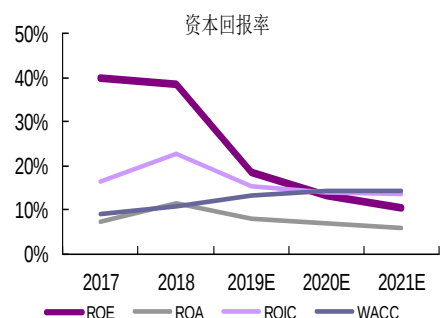
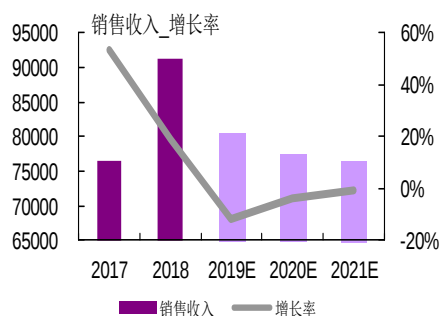
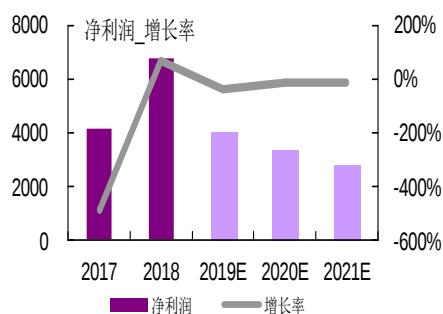
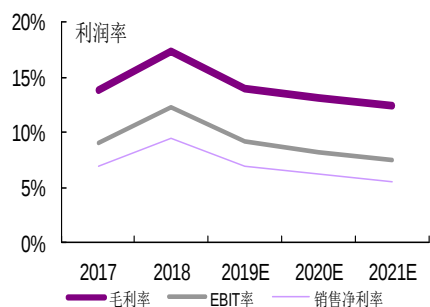
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入（亿元）	199.83	234.98	251.62	225.36	236.98	246.38
同比增长	11.17%	37.81%	19.48%	10.33%	18.59%	4.85%
毛利（亿元）	32.44	40.79	48.52	36.87	30.39	35.58
毛利率	16.23%	17.36%	19.28%	16.36%	12.82%	14.44%
销售费用（亿元）	2.75	3.88	3.97	3.90	3.73	4.49
管理费用（亿元）	5.45	3.48	8.66	4.97	4.09	6.75
财务费用（亿元）	3.79	4.20	3.29	4.01	2.30	1.85
期间费用率	6.00%	4.92%	6.33%	5.72%	4.27%	5.31%
利润总额（亿元）	19.14	25.40	28.77	19.97	17.89	19.48
归母净利润（亿元）	15.34	19.05	20.33	13.04	10.92	11.45
净利率	7.68%	8.11%	8.08%	5.79%	4.61%	4.65%
环比增长	-1.00%	24.17%	6.74%	-35.85%	-16.24%	4.78%
经营净现金流（亿元）	14.84	46.50	28.43	54.25	-3.46	2.92
存货（亿元）	74.36	64.98	64.86	74.35	61.91	64.30
期末净资产（亿元）	164.69	188.15	212.14	262.41	278.04	295.25
单季度 ROE	9.31%	10.12%	9.58%	4.97%	3.93%	3.88%
资产负债率	78.39%	74.72%	71.08%	65.12%	62.51%	60.40%

资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 1：华菱钢铁资产负债率



资料来源：公司财报



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	76,511	91,179	80,490	77,319	76,546
营业成本	65,941	75,285	69,198	67,131	67,046
折旧和摊销	2,806	3,013	3,997	4,051	4,104
营业税费	568	806	711	683	676
销售费用	1,010	1,450	1,280	1,230	1,218
管理费用	1,897	2,268	2,002	1,924	1,904
财务费用	1,851	1,538	1,225	1,039	926
公允价值变动损益	-28	-4	0	0	0
投资收益	64	87	80	80	80
营业利润	5,354	9,441	6,222	5,413	4,861
利润总额	5,329	9,335	6,222	5,413	4,861
少数股东损益	1,175	1,824	1,600	1,500	1,500
归属母公司净利润	4,121	6,780	4,000	3,318	2,778

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	74,930	75,235	69,725	69,154	73,276
流动资产	29,859	30,663	28,195	30,681	37,908
货币资金	5,789	8,717	7,695	10,640	17,931
交易型金融资产	762	1,130	1,130	1,130	1,130
应收账款	2,680	3,213	2,836	2,725	2,697
应收票据	5,944	6,806	6,008	5,771	5,714
其他应收款	140	109	96	92	91
存货	7,761	7,435	6,834	6,630	6,622
可供出售投资	74	67	67	67	67
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	256	261	261	261	261
固定资产	39,827	38,670	35,959	33,151	30,254
无形资产	3,916	4,004	3,804	3,614	3,433
总负债	60,349	48,994	37,884	32,495	33,303
无息负债	32,906	28,580	25,207	24,168	23,976
有息负债	27,443	20,415	12,677	8,327	9,327
股东权益	14,581	26,241	31,841	36,659	39,973
股本	3,016	3,016	4,222	4,222	4,222
公积金	7,866	8,253	8,653	8,985	9,263
未分配利润	-551	6,239	8,632	11,618	13,155
少数股东权益	4,233	8,709	10,309	11,809	13,309

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,214	14,402	8,896	9,272	9,105
净利润	4,121	6,780	4,000	3,318	2,778
折旧摊销	2,806	3,013	3,997	4,051	4,104
净营运资金增加	13,218	-1,330	845	259	50
其他	-15,930	5,938	54	1,645	2,173
投资活动产生现金流	-3,958	1,370	-896	-920	-920
净资本支出	-428	-1,590	-990	-1,000	-1,000
长期投资变化	256	261	0	0	0
其他资产变化	-3,786	2,699	94	80	80
融资活动现金流	336	-11,086	-9,021	-5,407	-893
股本变化	0	0	1,206	0	0
债务净变化	-5,299	-7,028	-7,738	-4,350	1,000
无息负债变化	3,999	-4,326	-3,372	-1,039	-192
净现金流	563	4,693	-1,022	2,945	7,291

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	53.60%	19.17%	-11.72%	-3.94%	-1.00%
净利润增长率	-490.55%	64.53%	-41.00%	-17.06%	-16.27%
EBITDA 增长率	196.64%	45.47%	-19.81%	-8.28%	-5.88%
EBIT 增长率	1734.91%	60.87%	-33.97%	-13.50%	-10.44%
估值指标					
PE	4	3	4	5	6
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	5	3	3	3	3
EV/EBIT	6	4	5	5	5
EV/NOPLAT	6	4	6	6	6
EV/Sales	1	0	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	13.82%	17.43%	14.03%	13.18%	12.41%
EBITDA 率	12.73%	15.54%	14.12%	13.48%	12.82%
EBIT 率	9.06%	12.24%	9.15%	8.24%	7.46%
税前净利润率	6.96%	10.24%	7.73%	7.00%	6.35%
税后净利润率 (归属母公司)	5.39%	7.44%	4.97%	4.29%	3.63%
ROA	7.07%	11.44%	8.03%	6.97%	5.84%
ROE (归属母公司) (摊薄)	39.82%	38.67%	18.58%	13.35%	10.42%
经营性 ROIC	16.24%	22.76%	15.40%	14.08%	13.49%
偿债能力					
流动比率	0.62	0.80	1.08	1.56	1.94
速动比率	0.46	0.61	0.82	1.22	1.60
归属母公司权益/有息债务	0.38	0.86	1.70	2.98	2.86
有形资产/有息债务	2.58	3.47	5.17	7.83	7.45
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.98	1.61	0.95	0.79	0.66
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.23	0.20
每股经营现金流	1.00	3.41	2.11	2.20	2.16
每股自由现金流(FCFF)	-0.90	3.14	2.07	2.00	1.91
每股净资产	2.45	4.15	5.10	5.89	6.32
每股销售收入	18.12	21.60	19.06	18.31	18.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼