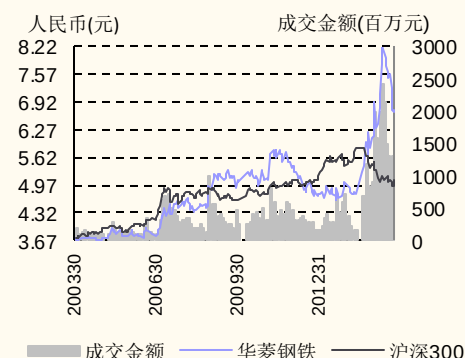


华菱钢铁 (000932.SZ) 增持 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 6.74 元

板材盈利回升, 业绩同比改善**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	61.29
已上市流通 A 股(亿股)	49.38
总市值(亿元)	413.10
年内股价最高最低(元)	8.22/3.67
沪深 300 指数	5038
深证成指	13770

**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	91,327	107,298	107,780	109,080	109,750
营业收入增长率	19.17%	17.49%	0.45%	1.21%	0.61%
归母净利润(百万元)	6,780	4,391	6,399	7,029	7,080
归母净利润增长率	64.53%	-35.23%	45.71%	9.85%	0.73%
摊薄每股收益(元)	2.248	1.040	1.044	1.147	1.155
每股经营性现金流净额	4.78	2.51	2.85	2.98	3.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.67%	14.18%	19.01%	19.20%	17.89%
P/E	2.70	4.60	6.46	5.88	5.83
P/B	1.04	0.65	1.23	1.13	1.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 公司发布 2020 年业绩预告, 预计 2020 年实现净利润 68.6-70.6 亿元, 同比增 3.13%-6.14%; 预计实现归属于上市公司股东的净利润 63-65 亿元, 与上年同期模拟重组后同口径数相比, 增长 1.31%-4.53%。

经营分析

- **20Q4 业绩符合行业趋势。**我们按中值测算, 公司 Q4 单季度实现归母净利润 15.63 亿元左右, 环比 Q3 下降 14% 左右。业绩环比小幅下滑, 一方面是由于原料价格在 20Q4 的大幅上涨, 另一方面由于部分费用的计提, 总体而言符合行业趋势水平。全年角度看, 公司全年实现钢材产量 2516 万吨, 同比增长 9.95%, 子公司华菱湘钢、华菱涟钢和汽车板公司均实现利润同比增长并保持较高盈利水平。
- **板材盈利回升+新项目投产。**汽车行业回暖以及工程机械行业持续高景气导致, 有望继续带动公司板材产品盈利。此外, 公司已完成收购华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管的少数股东权益以及广东阳春新钢 51% 股权, 实现了集团钢铁优质资产整体上市。同时, 华菱湘钢拟投 4 亿元新建特厚板坯连铸机项目, 板坯生产规模 120 万吨/年, 预计 2021 年 9 月投产。项目建成后可稳定厚板生产质量, 提升厚板产量及成材率, 降低生产成本, 提高盈利能力, 进一步提升公司市场竞争力。
- **华中区位优势显著, 增强抗风险能力。**公司是华中地区最大钢企, 具有承东启西、连接南北的区域市场优势。而湖南及周边地区特别是广东、湖北、重庆等地工程机械、汽车、装备制造等制造业发展迅速, 公司产品钢具有较强的竞争优势, 预计其业绩有望持续跑赢行业平均水平。

盈利预测&投资建议

- 基于公司产量增长以及板材盈利回升持续性, 我们上调 21 年、22 年盈利预测, 分别上调 30%、30%。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.04 元、1.12 元、1.16 元, 对应 PE 分别为 6.5 倍、5.9 倍、5.8 倍, 维持“增持”评级。

风险

- 钢铁置换产能释放再超预期; 大股东股权质押比例相对较高。

相关报告

1. 《盈利表现继续优于行业平均-华菱钢铁业绩点评》, 2020.10.18
2. 《完成钢铁资产整体上市, 开启高分红-华菱钢铁公司深度》, 2020.3.29

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	76,635	91,327	107,298	107,780	109,080	109,750
增长率		19.2%	17.5%	0.4%	1.2%	0.6%
主营业务成本	-66,009	-75,384	-92,706	-92,148	-92,630	-93,245
%销售收入	86.1%	82.5%	86.4%	85.5%	84.9%	85.0%
毛利	10,626	15,942	14,592	15,633	16,450	16,505
%销售收入	13.9%	17.5%	13.6%	14.5%	15.1%	15.0%
营业税金及附加	-568	-806	-757	-776	-785	-790
%销售收入	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-1,010	-1,450	-1,551	-1,563	-1,560	-1,624
%销售收入	1.3%	1.6%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%
管理费用	-1,897	-2,268	-2,519	-2,587	-2,585	-2,645
%销售收入	2.5%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	0	-479	-1,138	-1,078	-1,091	-1,098
%销售收入	0.0%	0.5%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	7,151	10,939	8,627	9,629	10,429	10,348
%销售收入	9.3%	12.0%	8.0%	8.9%	9.6%	9.4%
财务费用	-1,851	-1,538	-942	-1,159	-1,209	-1,058
%销售收入	2.4%	1.7%	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-160	-211	-12	-91	0	-1
公允价值变动收益	-28	-4	1	0	0	0
投资收益	64	87	54	50	50	50
%税前利润	1.2%	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
营业利润	5,354	9,441	7,889	8,582	9,422	9,491
营业利润率	7.0%	10.3%	7.4%	8.0%	8.6%	8.6%
营业外收支	-26	-106	-110	-50	-50	-50
税前利润	5,329	9,335	7,780	8,532	9,372	9,441
利润率	7.0%	10.2%	7.3%	7.9%	8.6%	8.6%
所得税	-32	-731	-1,128	-2,133	-2,343	-2,360
所得税率	0.6%	7.8%	14.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	5,296	8,604	6,652	6,399	7,029	7,080
少数股东损益	1,175	1,824	2,260	0	0	0
归属于母公司的净利润	4,121	6,780	4,391	6,399	7,029	7,080
净利率	5.4%	7.4%	4.1%	5.9%	6.4%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,296	8,604	6,652	6,399	7,029	7,080
少数股东损益	1,175	1,824	2,260	0	0	0
非现金支出	2,966	3,225	3,491	3,885	4,076	4,358
非经营收益	1,900	1,642	1,248	1,524	1,387	1,237
营运资金变动	-5,949	931	-798	231	79	31
经营活动现金净流	4,214	14,402	10,593	12,038	12,571	12,707
资本开支	-428	-1,590	-3,486	-4,956	-4,958	-4,958
投资	-377	-792	-3,786	0	0	0
其他	-3,154	3,752	119	50	50	50
投资活动现金净流	-3,958	1,370	-7,153	-4,906	-4,908	-4,908
股权募资	0	3,040	549	0	0	0
债权募资	-5,323	-7,537	-1,836	-99	-2,153	-2,404
其他	5,630	-6,581	-4,040	-5,033	-5,471	-5,351
筹资活动现金净流	308	-11,078	-5,326	-5,132	-7,624	-7,755
现金净流量	563	4,693	-1,887	2,000	39	44

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,789	8,717	6,685	8,684	8,723	8,766
应收账款	8,812	10,177	11,344	10,988	11,120	11,188
存货	7,761	7,435	8,497	8,998	9,045	9,105
其他流动资产	7,497	4,334	6,222	5,878	5,886	5,896
流动资产	29,859	30,663	32,748	34,547	34,773	34,956
%总资产	39.8%	40.8%	39.5%	40.3%	40.1%	40.0%
长期投资	345	372	438	438	438	438
固定资产	40,494	39,814	44,964	46,040	46,836	47,350
%总资产	54.0%	52.9%	54.2%	53.8%	54.0%	54.2%
无形资产	3,919	4,014	4,570	4,608	4,647	4,685
非流动资产	45,071	44,573	50,181	51,086	51,921	52,473
%总资产	60.2%	59.2%	60.5%	59.7%	59.9%	60.0%
资产总计	74,930	75,235	82,929	85,633	86,694	87,430
短期借款	24,119	14,088	20,019	20,087	17,934	15,530
应付款项	20,271	17,515	20,908	22,553	22,700	22,853
其他流动负债	3,531	6,526	3,675	2,147	2,267	2,284
流动负债	47,920	38,129	44,603	44,787	42,900	40,667
长期贷款	3,324	6,327	2,023	2,023	2,023	2,023
其他长期负债	9,105	4,539	1,023	860	860	860
负债	60,349	48,994	47,648	47,669	45,783	43,550
普通股股东权益	10,348	17,533	30,973	33,656	36,603	39,572
其中：股本	3,016	3,016	6,129	6,129	6,129	6,129
未分配利润	-551	6,239	10,488	13,171	16,118	19,087
少数股东权益	4,233	8,709	4,308	4,308	4,308	4,308
负债股东权益合计	74,930	75,235	82,929	85,633	86,694	87,430

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.367	2.248	1.040	1.044	1.147	1.155
每股净资产	3.431	5.814	7.336	5.491	5.972	6.456
每股经营现金净流	1.397	4.776	2.509	2.851	2.977	3.010
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.606	0.666	0.671
回报率						
净资产收益率	39.82%	38.67%	14.18%	19.01%	19.20%	17.89%
总资产收益率	5.50%	9.01%	5.30%	7.47%	8.11%	8.10%
投入资本收益率	16.91%	21.61%	12.87%	12.02%	12.85%	12.63%
增长率						
主营业务收入增长率	53.46%	19.17%	17.49%	0.45%	1.21%	0.61%
EBIT增长率	705.16%	52.97%	-21.14%	11.61%	8.31%	-0.78%
净利润增长率	-490.55%	64.53%	-35.23%	45.71%	9.85%	0.73%
总资产增长率	5.62%	0.41%	10.23%	3.26%	1.24%	0.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.2	11.8	11.6	14.0	14.0	14.0
存货周转天数	45.0	36.8	31.4	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	25.7	22.8	20.4	23.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	189.7	154.6	143.4	141.4	137.3	133.2
偿债能力						
净负债/股东权益	143.29%	40.27%	39.81%	31.91%	24.25%	17.03%
EBIT利息保障倍数	3.9	7.1	9.2	8.3	8.6	9.8
资产负债率	80.54%	65.12%	57.46%	55.67%	52.81%	49.81%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	6	9	10	27
增持	1	8	10	16	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.57	1.53	1.62	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

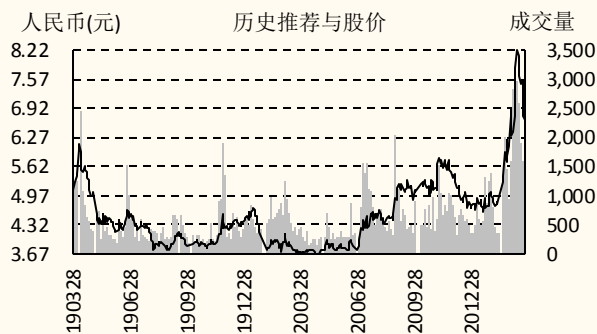
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-29	增持	3.96	4.26~4.26
2	2020-10-18	增持	5.23	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402