撰写日期：2020 年 08 月 31 日　　证券研究报告--产业研究点评报告

多元化产品结构优势再次凸显，公司财务费用大幅下降

华菱钢铁 2021 年半年报点评

分析师：张锦
执业证书编号：S0890521080001
电话：021-20321304
邮箱：zhangjin@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆2021 年上半年华菱钢铁实现营业总收入 850.49 亿元，同比增长 63.01%；分别实现利润总额、归属于母公司所有者的净利润 69.31 亿元、55.75 亿元，同比分别增长 83.13%、84.39%。

◆公司“板长管”多元化产品结构优势再次凸显，以效益为导向增加板材销售占比。2021 年上半年国内板材盈利好于长材、管材，公司板材在营收结构占比相比去年同期提升 1.67 个百分点；长材占比减少 2.4 个百分点；管材占比减少 1.96 个百分点。

◆2021 年上半年公司财务费用 9,019.90 万元，同比降低 75.86%，较同期历史最高值降低 11.57 亿元。目前计划向旗下三家子公司增资 30 亿元，未来资产负债率还将进一步降低。

◆公司品种结构进一步向中高端迈进。2021 年上半年，公司完成品种钢销量 752 万吨，占公司总销量比例 55%，较 2020 年提升 3 个百分点。

◆投资建议：多元化产品结构+品种钢比例增加，预计华菱钢铁盈利能力改善。上调公司盈利预测： 2021-2023 年归母净利润 102 亿元、111 亿元、125 亿元；基本每股收益 1.47 元、1.61 元、1.81 元；对应当前股价 PE 分别为 5.1/4.6/4.1；维持 “增持”评级。按公司 2021 年预期 EPS1.47 元，上调公司盈利预测，给予华菱钢铁 7 倍 PE 估值，上调公司目标价，给予六个月目标价 10.29 元。

单位:百万元	2020 年	2021 年	2022E	2023E
营业收入	1165.28	1631.39	1647.7	1664.18
增长率(%)	8.58%	40%	1%	1%
归属母公司股东净利润	63.95	101.77	111.29	125.33
增长率(%)	45.63%	59.14%	9.35%	12.61%
每股收益(EPS)	0.93	1.47	1.61	1.81
摊薄净资产收益(ROE)	18.08%	24.18%	22.01%	20.85%
市盈率(P/E)	8.08	5.08	4.64	4.12
市净率(P/B)	1.34	1.09	0.91	0.76

◆风险提示：内循环发展格局下，内需增长低于预期，汽车、家电、造船等下游用钢需求大幅转弱，公司盈利下滑。

1. 华菱钢铁 2021 年半年报：多元化产品结构优势再次凸显，公司财务费用大幅下降

2021 年上半年华菱钢铁实现营业总收入 850.49 亿元，同比增长 63.01%；分别实现利润总额、归属于母公司所有者的净利润 69.31 亿元、55.75 亿元，同比分别增长 83.13%、84.39%。其中，主要子公司华菱湘钢、华菱涟钢和汽车板公司报告期净利润同比分别增长 65.26%、124.61%、54.55%，均创同期历史最高水平。

2021 年上半年公司铁水产量 1116 万吨，粗钢产量 1482 万吨，钢材产量 1394 万吨，钢材销量 1372 万吨。

看点一：公司板长管多元化产品结构优势再次凸显，以效益为导向增加板材销售占比。2021 年上半年国内制造业维持高景气度，板材需求强劲；建筑业受房地产和基建疲软的影响，螺纹钢等需求较弱；受油气行业资本性支出减少的影响，无缝钢管需求一般。整体来看，国内钢铁产品中板材好于长材、管材。华菱钢铁充分利用自己产品多元化的优势，提升板材产品占比，降低长材、管材占比。2021 年上半年板材在营收结构占比为 47.96%，相比去年同期提升 1.67 个百分点；长材占比 30.66%，减少 2.4 个百分点；管材占比 6.36%，减少 1.96 个百分点。

看点二：2021 年上半年公司财务费用大幅降低，未来资产负债率还将进一步降低。截止 2021 年 6 月末，公司合并资产负债率 57.37%，较同期中钢协重点统计企业平均资产负债率低 4.72 个百分点；上半年公司财务费用 9,019.90 万元，同比降低 75.86%，较同期历史最高值降低 11.57 亿元。8 月 28 日华菱钢铁发布公告：拟以自有资金向下属全资子公司湖南华菱湘潭钢铁有限公司、湖南华菱涟源钢铁有限公司及衡阳华菱钢管有限公司分别增资 12 亿元、12 亿元、6 亿元。增资完成后，公司仍持有“华菱三钢”100%股权，不会导致合并报表范围发生变化。以 2021 年 6 月 30 日财务数据静态模拟测算，增资后华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢资产负债率预计分别下降 2.73、3.85、4.36 个百分点，整体看未来资产负债率还将进一步降低。

看点三：公司品种结构进一步向中高端迈进。2021 年上半年，公司完成品种钢销量 752 万吨，占公司总销量比例 55%，较 2020 年提升 3 个百分点。其中，桥梁与高建用钢、电工钢、汽车用钢销量占比较年初分别增长 6.1、3.5、1.7 个百分点。随着后续华菱一系列技改的完成，品种钢占比还将会有进一步增加。其中华菱湘钢特厚板坯连铸机项目预计 2021 年 9 月投产，将进一步巩固宽厚板下游细分市场的竞争优势，满足风电钢、高建钢、海工钢等高端市场需求。华菱涟钢高强钢二期项目已于 2021 年 7 月 1 日投产 1 条线，新增年热处理能力 10 万吨；年内还将再投产 2 条线，新增 20 万吨热处理能力，届时华菱涟钢年热处理能力将超过 100 万吨，进一步提升高端品种钢销量占比；高端家电用镀锌线项目已于 2021 年 7 月 1 日投产，每年将新增镀锌产能 40 万吨。

看点四：管理效率持续提升。截至 2021 年 6 月末，华菱湘钢、华菱涟钢人均年产钢分别达 1,546 吨、1,559 吨，同比分别增长 12.68%，16.34%，处于行业领先水平。

2. 投资建议

判断：

1、全年钢材价格指数同比上涨 40%，在公司产销量不变的条件下，营收预计增长 40%；

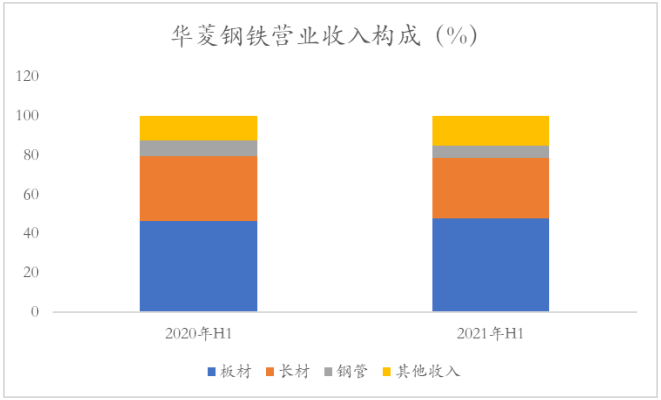
截止 2021 年 7 月中钢协钢价综合指数 153.8，同比上涨 47%；1-7 月中钢协钢价综合平均指数 140，同比上涨 38%；假设全年钢材价格综合指数同比上涨 40%。考虑到 2021 年国家的政策要求时粗钢产量不增长，因此假设 2021 年公司粗钢产销量不变。钢材价格上升 40%、产销量维持不变，则 2021 年公司营收增长 40%。2022 年、2023 年、2024 年国内钢材消费进入平台区，公司竞争力在行业较高，销量维持低增速，同时钢材供需整体平衡，价格相对平稳；公司营收增速分别是 1%、1%、1%。

2、2021 年销售成本率为 86%，多元化产品结构+品种钢销量增长，进一步驱动成本率下降。2021 年上半年受铁矿、焦炭价格涨幅高于钢材的影响，公司销售成本率为 86.59%；8 月以来铁矿价格大幅下行，但焦炭价格高位震荡；预计下半年铁矿供需宽松，价格偏弱；焦炭供需偏紧，价格高位震荡；下半年钢企成本率小幅下行。预计全年销售成本率在 86%。公司拥有多元化的产品结构，更能发挥效益导向，同时随着公司品种钢比例的逐步增长，原燃料供需宽松，预计 2022 年-2024 年销售成本率缓步下降，分别是 85.5%、85%、85%。

多元化产品结构+品种钢比例增加，预计华菱钢铁盈利能力改善。上调公司盈利预测：**2021-2023 年归母净利润 102 亿元、111 亿元、125 亿元；基本每股收益 1.47 元、1.61 元、1.81 元；每股净资产 6.86 元、8.24 元、9.8 元。对应当前股价 PE 分别为 5.1/4.6/4.1；PB 为 1.1/0.9/0.8。延续“增持”评级。**

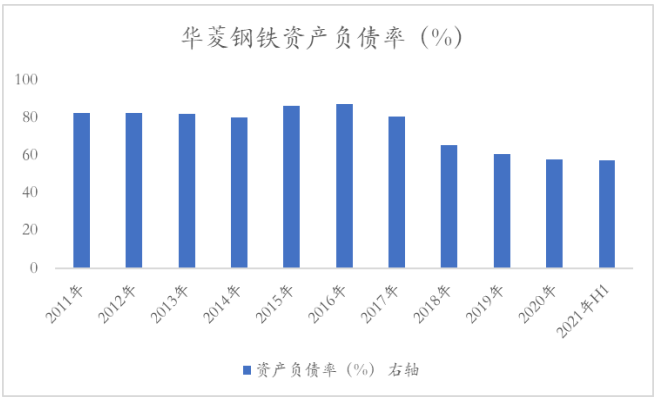
选取申万钢铁中以普钢为主的上市公司。对比来看，公司的 PE 处于较低水平，与板材龙头宝钢股份相比，与区域临近的马钢股份相比，公司的 PE 都有回归空间；按公司 2021 年预期 EPS1.47 元，上调公司盈利预测，给予华菱钢铁 7 倍 PE 估值，上调公司目标价，给予六个月目标价 10.29 元。

图 1：华菱钢铁营业收入构成



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

图 2：华菱钢铁资产负债率

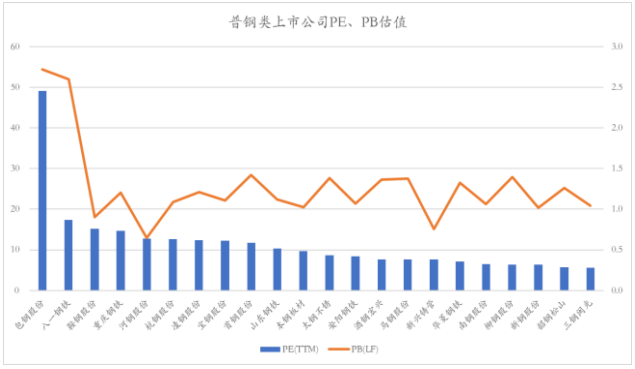


资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

图 3：中钢协钢材综合价格指数

图 4：普钢类上市公司 PE、PB 估值

资料来源：中钢协，华宝证券研究创新部



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 风险提示

内循环发展格局下，内需增长低于预期，汽车、家电、造船等下游用钢需求大幅转弱，公司盈利下滑。

表 1：公司财务报表预测

利润表（百万元）	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
营业收入	107321.8	116528.0	163139.2	164770.6	166418.3	成长性					
减:营业成本	92636.4	99664.1	140299.7	140878.8	141455.5	营业收入增长率	17.46%	8.58%	40.00%	1.00%	1.00%
营业税费	757.2	668.6	1076.7	1153.4	1164.9	营业利润增长率	-16.44%	2.89%	63.51%	9.29%	12.51%
销售费用	1550.6	409.0	489.4	494.3	499.3	净利润增长率	-35.23%	45.63%	59.14%	9.35%	12.61%
管理费用	2519.1	2891.0	7667.5	7414.7	6656.7	EBITDA 增长率	-7.36%	21.47%	-0.37%	7.81%	10.69%
财务费用	942.2	597.5	366.3	323.8	321.5	EBIT 增长率	-13.16%	30.37%	5.39%	8.73%	12.22%
资产减值损失	-12.3	-32.8	-32.8	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	-25.58%	0.34%	57.43%	8.79%	12.32%
加:公允价值变动收益	1.4	-25.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	23.60%	-0.38%	10.86%	16.16%	15.67%
投资和汇兑收益	54.2	38.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	23.96%	18.44%	23.03%	20.13%	18.87%
营业利润	7889.1	8117.1	13272.3	14505.5	16320.3	利润率					
加:营业外净收支	-109.6	-85.3	-99.0	-100.0	-98.0	毛利率	13.68%	14.47%	14.00%	14.50%	15.00%
利润总额	7779.5	8031.8	13173.3	14405.5	16222.3	营业利润率	7.35%	6.97%	8.14%	8.80%	9.81%
减:所得税	1127.8	1067.5	1712.5	1872.7	2108.9	净利润率	4.09%	5.49%	6.24%	6.75%	7.53%
净利润	6651.7	6964.3	11460.8	12532.8	14113.4	EBITDA/营业收入	12.37%	13.84%	9.85%	10.51%	11.52%
归母净利润	4391.4	6395.2	10177.1	11129.1	12532.7	EBIT/营业收入	9.25%	11.11%	8.36%	9.00%	10.00%
资产负债表（百万元）	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E	运营效率					
货币资金	6684.6	7540.7	13051.1	13186.8	13320.9	固定资产周转天数	135.57	130.66	93.09	90.37	86.46
交易性金融资产	1310.6	1457.2	0.0	0.0	0.0	流动营业资本周转天数	12.90	10.53	14.26	22.87	22.15
应收帐款	3590.0	2946.0	6123.3	6500.5	6565.5	流动资产周转天数	106.35	110.55	108.28	130.53	130.72
应收票据	605.1	855.6	13408.7	13542.8	13678.2	应收帐款周转天数	11.41	9.90	9.67	13.40	13.74
预付帐款	1449.9	2290.6	2430.9	2571.8	2713.2	存货周转天数	26.74	29.58	26.58	29.45	29.28
存货	8496.6	10604.6	13453.4	13508.9	13564.2	总资产周转天数	265.27	268.27	219.83	235.62	230.07
其他流动资产	10610.3	13125.3	10854.1	10854.1	10854.1	投资资本周转天数	162.05	164.69	123.78	139.28	159.82
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资回报率					
长期股权投资	288.9	390.9	20.0	20.0	20.0	ROE	20.45%	18.08%	24.18%	22.01%	20.85%
投资性房地产	67.3	65.2	0.0	0.0	0.0	ROA	8.02%	7.67%	10.56%	11.69%	13.37%
固定资产	42163.2	42422.3	41951.6	40773.4	39166.9	ROIC	17.26%	14.01%	22.14%	21.73%	21.01%
在建工程	2801.1	4058.3	2435.6	1462.0	877.8	费用率					
无形资产	4567.8	4593.2	4593.3	4593.4	4593.5	销售费用率	1.44%	0.35%	0.30%	0.30%	0.30%
其他非流动资产	291.2	387.5	172.0	172.4	172.6	管理费用率	2.35%	2.48%	4.70%	4.50%	4.00%
资产总额	82928.3	90740.8	108494.1	107186.1	105527.0	财务费用率	0.88%	0.51%	0.22%	0.20%	0.19%
短期债务	15755.3	10544.2	9000.0	8994.9	8987.4	三费/营业收入	4.67%	3.34%	5.22%	5.00%	4.49%
应付帐款	10127.2	12306.0	9378.9	9417.7	9456.2	偿债能力					
应付票据	6882.8	8875.6	11531.5	11579.1	11626.5	资产负债率	60.78%	57.54%	56.46%	52.27%	48.31%
其他流动负债	14589.8	13436.7	27927.3	28749.5	29580.0	负债权益比	1.55	1.36	1.30	1.10	0.93
长期借款	2022.5	2729.3	2729.3	2729.3	2729.3	流动比率	0.69	0.86	1.03	1.02	1.02
其他非流动负债	1022.8	4323.0	885.7	885.7	885.7	速动比率	0.51	0.62	0.79	0.79	0.79
负债总额	50400.4	52215.0	61452.7	62356.1	63265.1	利息保障倍数	10.54	21.66	37.23	45.79	51.76
少数股东权益	4307.9	4841.4	5932.5	7125.6	8469.2	分红指标					
股本	6129.1	6129.1	6908.7	6908.7	6908.7	DPS(元)	0.00	0.22	0.29	0.32	0.36

留存收益	22061.3	26924.1	34557.0	42903.8	52303.4	分红比率	0.00	0.24	0.20	0.20	0.20
股东权益	32527.9	38525.8	47398.1	56938.1	67681.2	股息收益率	0.00	0.03	0.04	0.04	0.05
现金流量表（百万元）	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
净利润	6651.7	6964.3	11460.8	12532.8	14113.4	EPS(元)	0.64	0.93	1.47	1.61	1.81
加:折旧和摊销	3479.1	3328.2	2426.0	2489.7	2528.7	BVPS(元)	4.71	5.58	6.86	8.24	9.80
资产减值准备	190.1	66.8	-32.8	0.0	0.0	PE(X)	11.77	8.08	5.08	4.64	4.12
公允价值变动损失	-1.4	25.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	1.59	1.34	1.09	0.91	0.76
财务费用	1714.8	1020.0	536.1	366.3	323.8	P/FCF	0.00	36.13	-140.68	3.87	3.42
投资收益	-36.0	-171.7	0.0	0.0	0.0	P/S	0.48	0.44	0.32	0.31	0.31
少数股东损益	2260.3	569.1	1283.6	1403.7	1580.7	EV/EBITDA	5.35	4.05	4.31	4.06	3.74
营运资金的变动	-12205.7	5939.1	-4103.1	200.8	519.2	CAGR(%)	0.24	0.27	0.08	-1.00	-1.00
经营活动产生现金流量	10770.6	12018.4	11400.8	16950.8	19063.6	PEG	0.50	0.30	0.67	-0.05	-0.04
投资活动产生现金流量	-7153.5	-4877.5	4067.2	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	1.98	1.61	2.54	2.50	2.41
融资活动产生现金流量	-5368.3	-6628.7	-6746.9	-2554.8	-2835.5	REP	0.67	0.76	0.46	0.41	0.37

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

公司和行业评级标准

1、公司评级

报告发布日后的 6-12 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为基准：

买入：相对超出市场表现 15%以上；

增持：相对超出市场表现 5%至 15%；

中性：相对市场表现在-5%至 5%之间；

卖出：相对弱于市场表现 5%以上。

2、行业评级

报告发布日后的 6-12 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为基准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

风险提示及免责声明

★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。