

2021年10月15日

公司研究

行业盈利下降叠加粗钢产量压减，三季度公司净利环比下降逾30%

——华菱钢铁（000932.SZ）2021年前三季度业绩预告点评

要点

事件：公司发布2021年前三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润82-84亿元，同比增长57%-61%；单三季度实现归母净利润22-24亿元，同比增长13%-23%，环比下降31.84%-37.52%。

如若公司全年产量维持不增长，下半年粗钢产量环比将回落19.3%：2021年1-8月，湖南省粗钢产量累计为1882.1万吨，同比增长10.2%，其中4-6月粗钢日均产量为8.04万吨，7-8月粗钢日均产量为7.21万吨，较4-6月下降10.35%；华菱钢铁2020年粗钢产量为2678万吨，假设公司今年全年粗钢产量与去年持平，则下半年粗钢产量预计为1196万吨，同比下降13.33%，环比下降19.30%。

三季度钢材价格回落，预计公司钢材产品毛利将有所下滑：2020年，公司板材销量占比52.05%，长材销量占比41.82%。2021年三季度由于原料备库等原因成本处于较高水平，预计整体产品毛利率将有所回落。以湖南地区钢材综合吨钢毛利（成本滞后30天）为例，2021年7-9月测算吨钢毛利均值为703元，较4-6月下降24.79%；如若计算当期吨钢毛利（不考虑成本滞后因素），则7-9月测算吨钢毛利均值为767元，较4-6月提升6.16%。

四季度粗钢压减预期仍浓，公司产品结构优化，盈利能力有望改善：2021年1-8月全国粗钢产量为7.33亿吨，累计同比增长5.3%，若2021年1-11月全国粗钢产量同比持平，则9-11月粗钢产量同比降幅将达到16.21%，日均产量为250.7万吨，环比8月下降2.32%。四季度，粗钢压减预期仍浓，预计行业盈利有望维持高位水平；子公司产线持续升级，未来，公司将进一步推动品种钢结构升级，加快产品由“优钢”向“特钢”领域转型，预计公司产品盈利能力有望进一步改善。

可交债进入换股期，华菱集团控股比例降至48.14%：为进一步盘活资产，支持公司做精做强钢铁主业，控股股东华菱集团2019-2020年公开发行了以华菱钢铁股票为换股标的的可交换公司债券，发行规模分别为20亿元、15亿元，并已于2021年8月26日进入换股期，截至2021年10月14日，华菱集团及其一致行动人持有公司的股权比例降至48.14%，可交债债券余额合计为14.66亿元。

盈利预测、估值与评级：华菱钢铁作为钢铁龙头企业，将大幅受益于四季度钢铁行业供应收缩叠加产品结构优化带来的盈利能力改善。我们维持对公司的盈利预测，预计2021-2023年公司归母净利润分别为101.99、109.36、114.92亿元，对应EPS分别为1.48、1.58、1.66元，维持公司“增持”评级。

风险提示：湖南省粗钢产量压减预期趋严；钢材下游需求大幅回落。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	107,116	116,276	147,670	155,054	159,706
营业收入增长率	17.48%	8.55%	27.00%	5.00%	3.00%
净利润（百万元）	4,391	6,395	10,199	10,936	11,492
净利润增长率	-35.23%	45.63%	59.48%	7.22%	5.09%
EPS（元）	0.72	1.04	1.48	1.58	1.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.56%	18.99%	23.94%	21.22%	18.87%
P/E	8	6	4	4	4
P/B	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-14（2020年股本为61.29亿股，最新股本为69.09亿股）

增持（维持）

当前价：5.97元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebsecn.com

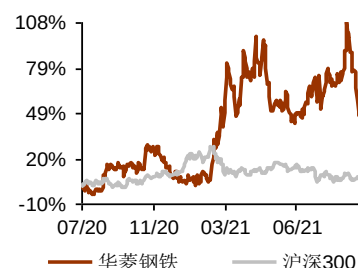
联系人：戴默

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元)	412.45
一年最低/最高(元)	4.46/9.22
近3月换手率	135.99%

股价相对走势



收益表现

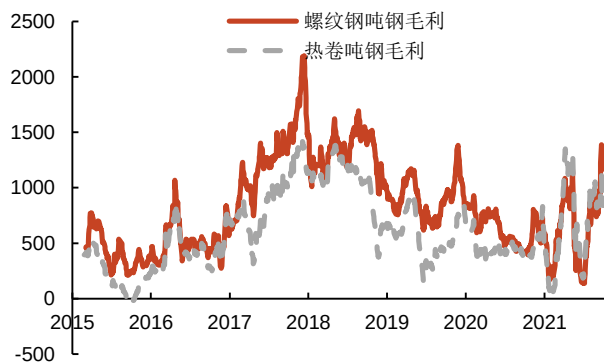
%	1M	3M	1Y
相对	-29.54	-11.77	10.04
绝对	-28.59	-16.39	15.31

资料来源：Wind

相关研报

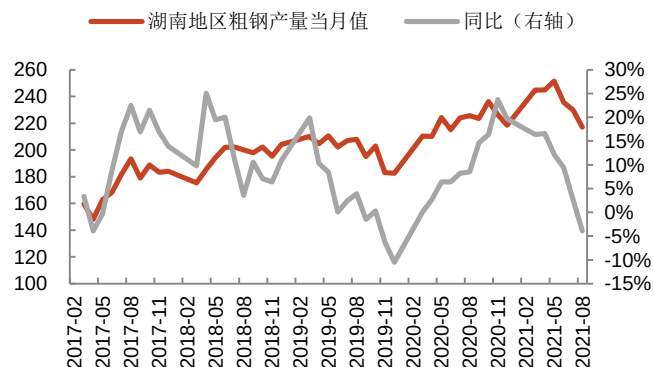
二季度净利创单季历史新高，产品结构从“优钢”向“特钢”加速转型——华菱钢铁（000932.SZ）2021年半年报点评（2021-08-29）

图 1：湖南地区螺纹、热卷现货吨钢利润（元）（当期成本）



资料来源：Wind、光大证券研究所（时间截至到 2021 年 10 月 14 日）

图 2：湖南地区粗钢产量当月值及同比（万吨，%）



资料来源：Wind、光大证券研究所（时间截至到 2021 年 8 月）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	107,116	116,276	147,670	155,054	159,706
营业成本	92,636	99,664	125,305	131,570	135,517
折旧和摊销	3,479	3,319	3,293	3,353	3,400
税金及附加	757	669	849	1,085	1,118
销售费用	1,551	409	519	545	562
管理费用	2,519	2,891	3,672	3,855	3,971
研发费用	1,138	4,333	5,503	5,778	5,951
财务费用	942	598	272	22	-198
投资收益	54	38	38	38	38
营业利润	7,889	8,117	12,419	13,268	13,910
利润总额	7,780	8,032	12,419	13,268	13,910
所得税	1,128	1,067	1,651	1,763	1,849
净利润	6,652	6,964	10,768	11,505	12,061
少数股东损益	2,260	569	569	569	569
归属母公司净利润	4,391	6,395	10,199	10,936	11,492
EPS(按最新股本计)	0.72	1.04	1.48	1.58	1.66

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	10,771	12,018	10,149	15,589	15,474
净利润	4,391	6,395	10,199	10,936	11,492
折旧摊销	3,479	3,319	3,293	3,353	3,400
净营运资金增加	1,673	-1,452	6,046	-296	34
其他	1,227	3,756	-9,389	1,596	547
投资活动产生现金流	-7,153	-4,878	-146	-187	-162
净资本支出	-3,486	-4,237	-197	-200	-200
长期投资变化	289	391	0	0	0
其他资产变化	-3,956	-1,031	51	13	38
融资活动现金流	-5,368	-6,629	-7,967	-6,363	-1,934
股本变化	3,113	0	780	0	0
债务净变化	1,626	-5,167	-6,368	-4,341	0
无息负债变化	-220	6,982	6,629	3,307	1,864
净现金流	-1,709	589	2,036	9,039	13,377

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	13.5%	14.3%	15.1%	15.1%	15.1%
EBITDA 率	11.5%	10.3%	10.9%	10.7%	10.7%
EBIT 率	8.3%	7.4%	8.7%	8.6%	8.6%
税前净利润率	7.3%	6.9%	8.4%	8.6%	8.7%
归母净利润率	4.1%	5.5%	6.9%	7.1%	7.2%
ROA	8.0%	7.7%	10.7%	10.6%	10.0%
ROE (摊薄)	15.6%	19.0%	23.9%	21.2%	18.9%
经营性 ROIC	14.2%	14.0%	19.7%	21.7%	23.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	58%	52%	47%	44%
流动比率	0.69	0.86	1.13	1.42	1.69
速动比率	0.51	0.62	0.84	1.11	1.37
归母权益/有息债务	1.28	2.00	4.05	8.36	9.88
有形资产/有息债务	3.55	5.09	9.11	16.93	18.85

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	82,928	90,741	100,483	108,964	120,763
货币资金	6,685	7,541	9,577	18,616	31,993
交易性金融资产	1,311	1,457	1,457	1,457	1,457
应收帐款	3,590	2,822	3,584	3,763	3,876
应收票据	605	856	1,087	1,141	1,175
其他应收款 (合计)	4	128	162	170	175
存货	8,497	10,605	13,341	14,010	14,431
其他流动资产	9,004	10,850	17,175	18,663	19,600
流动资产合计	32,747	38,820	51,534	63,116	78,095
其他权益工具	20	52	52	52	52
长期股权投资	289	391	391	391	391
固定资产	42,163	42,422	40,311	37,910	35,289
在建工程	2,801	4,058	3,149	2,467	1,955
无形资产	4,568	4,593	4,501	4,406	4,318
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	11	49	49	49
非流动资产合计	50,181	51,921	48,949	45,848	42,668
总负债	50,400	52,215	52,476	51,442	53,306
短期借款	15,755	10,544	4,176	0	0
应付账款	5,434	6,883	8,653	9,086	9,359
应付票据	6,883	8,876	11,159	11,717	12,069
预收账款	3,848	0	0	0	0
其他流动负债	5,203	7,448	15,142	16,952	18,092
流动负债合计	47,355	45,163	45,463	44,438	46,308
长期借款	2,023	2,729	2,729	2,729	2,729
应付债券	0	3,435	3,435	3,435	3,435
其他非流动负债	893	882	842	833	827
非流动负债合计	3,045	7,052	7,013	7,004	6,998
股东权益	32,528	38,526	48,007	57,522	67,457
股本	6,129	6,129	6,909	6,909	6,909
公积金	11,573	11,710	11,950	13,044	13,301
未分配利润	10,488	15,214	23,106	30,958	40,067
归属母公司权益	28,220	33,684	42,597	51,542	60,908
少数股东权益	4,308	4,841	5,411	5,980	6,549

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.45%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
管理费用率	2.35%	2.49%	2.49%	2.49%	2.49%
财务费用率	0.88%	0.51%	0.18%	0.01%	-0.12%
研发费用率	1.06%	3.73%	3.73%	3.73%	3.73%
所得税率	14%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.21	0.29	0.31	0.32
每股经营现金流	1.76	1.96	1.47	2.26	2.24
每股净资产	4.60	5.50	6.17	7.46	8.82
每股销售收入	17.48	18.97	21.37	22.44	23.12

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	8	6	4	4	4
PB	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.3	5.1	3.8	2.9	2.2
股息率	4.2%	3.5%	4.8%	5.2%	5.4%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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，任何机构和個人不得以任何形式、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版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE