

2022年1月27日

公司研究

2021 年公司业绩不低于 95 亿元，创历史新高水平

——华菱钢铁（000932.SZ）2021 年度业绩预告点评

要点

事件：公司 2021 年度归母净利润预计为 95 亿元到 99 亿元，同比增加 48.55% 到 54.81%，创历史新高水平；四季度归母净利润预计为 17.36 亿元到 21.36 亿元，同比增加 11.45% 到 37.13%，环比下降 2.43% 到 20.7%。

2021 年公司扣非净利润预计为 94 亿元到 98 亿元，同比增长 47.45% 到 53.73%；四季度扣非净利润预计为 16.72 亿元到 20.72 亿元，同比增长 7.57% 到 33.31%，环比下降 4.57% 到 23%。

2021 年四季度湖南地区粗钢环比减产 15%，即期钢材毛利环比回升 21%：2021 年湖南省粗钢产量为 2612.68 万吨，同比下降 0.01%，其中 10-12 月粗钢产量为 540.45 万吨，同比下降 20.66%，环比下降 15.19%。以湖南地区钢材综合吨钢毛利（成本滞后 30 天）为例，2021 年 10-12 月测算吨钢毛利均值为 744 元，较 7-9 月均值持平；如若计算当期吨钢毛利（不考虑成本滞后因素），则 10-12 月测算吨钢毛利均值为 992 元，较 7-9 月提升 20.77%。

公司注重产品结构调整，未来盈利能力有望大幅提升：2021 年 10 月 26 日，公司公告子公司华菱衡钢以自有资金向衡阳华菱连轧管公司增资 6 亿元，用于加大提质增效、智能制造和节能环保领域的投入，以进一步提升无缝钢管产业基础和产业链水平；全资子公司湖南华菱涟源钢铁有限公司拟建设以先进钢铁材料为导向的产品结构调整升级项目，建设内容为建设一条 1580mm 热轧线，生产产品主要包括电工钢、中高碳钢、冷轧及深加工用钢、热轧商品材等，项目投资额 22.54 亿元，预计将于 2023 年 1 月投产。公司逐步优化现有产品结构，未来盈利能力有望大幅提升。

可交债进入换股期，华菱集团控股比例降至 43.76%：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 23 日，华菱集团及其一致行动人持有公司的股权比例降至 43.76%，可交债债券余额合计为 4687.05 万元。

盈利预测、估值与评级：受粗钢产量压减政策影响，我们下调 2021-2023 年公司归母净利润 4.67%、4.65%、4.55% 至 97.23、104.27、109.69 亿元，对应 EPS 分别为 1.41、1.51、1.59 元，华菱钢铁作为钢铁龙头企业，将大幅受益于产品结构优化带来的盈利能力改善，因此我们维持公司“增持”评级。

风险提示：原料价格大幅上涨；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	147,089	154,443	159,077
营业收入增长率	17.48%	8.55%	26.50%	5.00%	3.00%
净利润（百万元）	4,391	6,395	9,723	10,427	10,969
净利润增长率	-35.23%	45.63%	52.03%	7.25%	5.20%
EPS（元）	0.72	1.04	1.41	1.51	1.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.56%	18.99%	23.08%	20.59%	18.41%
P/E	8	5	4	4	3
P/B	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-01-27

增持（维持）

当前价：5.51 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

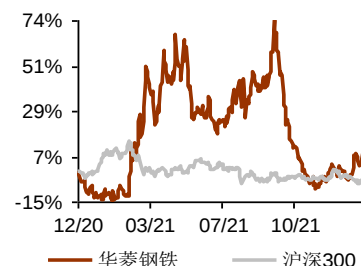
联系人：戴默

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元)	380.67
一年最低/最高(元)	4.57/9.22
近 3 月换手率	133.53%

股价相对走势

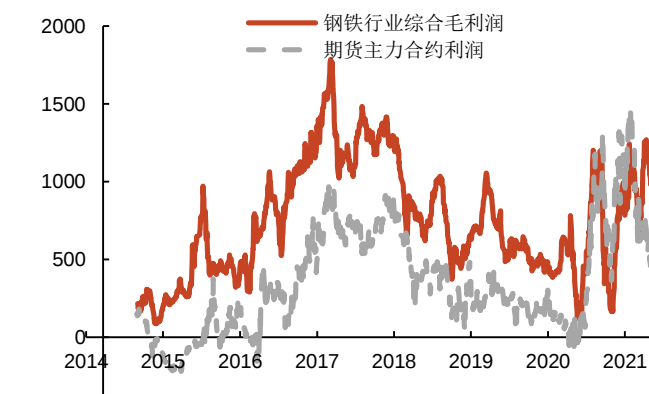


收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.91	6.41	28.65
绝对	7.83	0.73	15.09

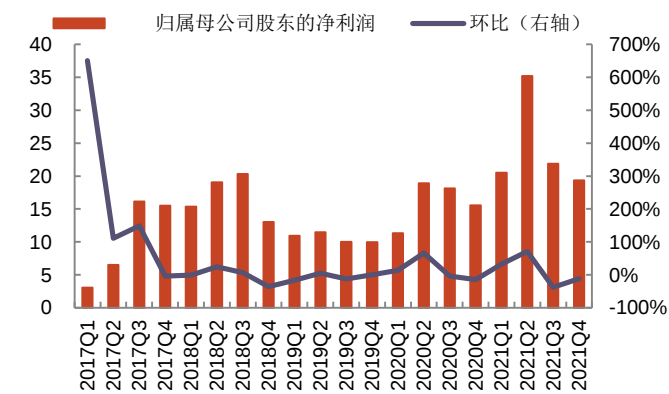
资料来源：Wind

图 1：湖南地区钢铁行业综合毛利润（元/吨）（当期成本）



资料来源：Wind、光大证券研究所（时间截至到 2021 年 12 月 31 日）

图 2：公司单季度归母净利润（亿元）及环比（右轴，%）



资料来源：Wind、光大证券研究所（2021Q4 根据公司年度预告中值计算得出）

华菱钢铁 (000932.SZ)

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	147,089	154,443	159,077
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	846	1,081	1,114
销售费用	1,551	409	517	543	560
管理费用	2,519	2,891	3,657	3,840	3,955
研发费用	1,138	4,333	5,481	5,755	5,928
财务费用	942	598	282	38	-182
投资收益	54	38	38	38	38
营业利润	7,889	8,117	11,869	12,682	13,307
利润总额	7,780	8,032	11,869	12,682	13,307
所得税	1,128	1,067	1,577	1,686	1,769
净利润	6,652	6,964	10,292	10,996	11,538
少数股东损益	2,260	569	569	569	569
归属母公司净利润	4,391	6,395	9,723	10,427	10,969
EPS(元)	0.72	1.04	1.41	1.51	1.59

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	10,771	12,018	9,676	15,097	14,966
净利润	4,391	6,395	9,723	10,427	10,969
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	6,016	-297	33
其他	1,227	3,756	-9,356	1,614	564
投资活动产生现金流	-7,153	-4,878	-145	-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	-7,532	-6,734	-1,856
股本变化	3,113	0	780	0	0
债务净变化	1,626	-5,167	-5,925	-4,785	0
无息负债变化	-220	6,982	6,486	3,300	1,859
净现金流	-1,709	589	1,998	8,175	12,948

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	13.5%	14.3%	14.8%	14.8%	14.8%
EBITDA 率	11.5%	10.3%	10.6%	10.4%	10.4%
EBIT 率	8.3%	7.4%	8.4%	8.2%	8.2%
税前净利润率	7.3%	6.9%	8.1%	8.2%	8.4%
归母净利润率	4.1%	5.5%	6.6%	6.8%	6.9%
ROA	8.0%	7.7%	10.3%	10.2%	9.7%
ROE (摊薄)	15.6%	19.0%	23.1%	20.6%	18.4%
经营性 ROIC	14.2%	14.0%	18.9%	20.8%	22.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	58%	53%	48%	45%
流动比率	0.69	0.86	1.12	1.40	1.66
速动比率	0.51	0.62	0.83	1.09	1.35
归母权益/有息债务	1.28	2.00	3.85	8.22	9.67
有形资产/有息债务	3.55	5.09	8.73	16.76	18.61

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	100,306	107,916	119,281
货币资金	6,685	7,541	9,539	17,714	30,662
交易性金融资产	1,311	1,457	1,457	1,457	1,457
应收账款	3,590	2,822	3,570	3,749	3,861
应收票据	605	856	1,082	1,136	1,171
其他应收款 (合计)	4	128	161	169	174
存货	8,497	10,605	13,341	14,010	14,431
其他流动资产	9,004	10,850	17,058	18,540	19,474
流动资产合计	32,747	38,820	51,360	62,071	76,616
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	48,946	45,845	42,665
总负债	50,400	52,215	52,776	51,291	53,150
短期借款	15,755	10,544	4,619	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	15,000	16,802	17,938
流动负债合计	47,355	45,163	45,762	44,287	46,152
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	843	834	828
非流动负债合计	3,045	7,052	7,014	7,004	6,999
股东权益	32,528	38,526	47,530	56,625	66,131
股本	6,129	6,129	6,909	6,909	6,909
公积金	11,573	11,710	11,903	12,945	13,301
未分配利润	10,488	15,214	22,677	30,160	38,741
归属母公司权益	28,220	33,684	42,120	50,645	59,582
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%	0.19%	0.02%	-0.11%
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	0.28	0.29	0.31
每股经营现金流	1.76	1.96	1.40	2.19	2.17
每股净资产	4.60	5.50	6.10	7.33	8.62
每股销售收入	17.48	18.97	21.29	22.36	23.03

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	8	5	4	4	3
PB	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA	5.1	4.9	3.7	2.9	2.1
股息率	4.5%	3.8%	5.0%	5.3%	5.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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