该报告由周生于2022年05月05日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
[illegible]63.com

2022 年 5 月 1 日

公司研究

产品结构加速向“特钢”转型，2022Q1 归母净利润创同期新高

——华菱钢铁（000932.SZ）2021 年报及 2022 年一季报点评

要点

事件：2021 年全年实现营收 1711.76 亿元，同比+47.22%，归母净利润 96.80 亿元，同比+51.36%，扣非后归母净利润 95.74 亿元，同比+50.18%；2021Q4 营收 359.52 亿元，环比-28.63%，同比+7.82%，归母净利润 19.16 亿元，环比-12.47%，同比+22.98%，扣非后归母净利润 18.45 亿元，环比-15.00%，同比+18.73%；2022Q1 营收 409.63 亿元，环比+13.94%，同比+6.13%；归母净利润 21.11 亿元，环比+10.18%，同比+2.78%，扣非后归母净利润 20.49 亿元，环比+11.06%，同比+0.12%。

产品结构加速向“特钢”转型，2022Q1 归母净利润创同期新高水平：2021 年公司品种钢销量不断提升，占比提高到 55%，同比+3pct，2021 年公司归母净利润创历史新高水平，2022Q1 归母净利润创同期新高水平。

2021 年公司钢材销量同比+2.47%，吨钢毛利同比+17.86%：2021 年公司钢材销售量 2575 万吨，同比增长 2.47%，对应钢材均价为 5542 元/吨，同比+34.22%，吨钢毛利为 774 元，同比+17.86%。

子公司华菱涟钢硅钢一期工程项目计划于 2022 年 6 月启动：子公司华菱涟钢拟于 2022 年 6 月新建冷轧硅钢产品一期工程项目，预计第一步计划工期 18 个月，预计实现年产 20 万吨无取向硅钢、10 万吨无取向硅钢冷硬卷、9 万吨取向硅钢冷硬卷；第二步计划工期 14 个月，预计将确保一期项目实现年产 40 万吨无取向硅钢、20 万吨无取向硅钢冷硬卷、18 万吨取向硅钢冷硬卷。

湖南钢铁集团向华菱衡钢增资 10 亿元，助力其技术、环保改造。受益于油气开采活动增多，无缝钢管需求逐步好转。公司全资子公司华菱衡钢是国内三大专业化无缝钢管生产商之一，“十四五”期间将加大提质增效、智能制造、节能环保等领域的资金投入，拟投资建设产线升级改造、集控系统智能化改造、超低排放改造等项目，积极推动品种结构升级、数字化智能化转型，加快实现超低排放。控股股东湖南钢铁集团拟向华菱衡钢增资 10 亿元，助力其提升在产业链中的话语权，同时彰显了控股股东对公司发展的支持和信心。

盈利预测、估值与评级：受行业成本上行影响，我们下调 2022-2023 年公司归母净利润 11.54%、14.17%至 92.24、94.14 亿元，对应 EPS 分别为 1.34、1.36 元，新增公司 2024 年盈利预测为 97.26 亿元，对应 EPS 为 1.41 元，华菱钢铁作为钢铁龙头企业，后续产品结构有望持续改善，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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	116,276	171,176	155,536	161,026	165,484
营业收入增长率	8.55%	47.22%	-9.14%	3.53%	2.77%
净利润（百万元）	6,395	9,680	9,224	9,414	9,726
净利润增长率	45.63%	51.36%	-4.71%	2.07%	3.31%
EPS（元）	1.04	1.40	1.34	1.36	1.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.99%	21.32%	17.53%	15.66%	14.32%
P/E	6	4	4	4	4
P/B	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-29

增持（维持）

当前价：5.84 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebscn.com

联系人：戴默

modai@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元):	403.46
一年最低/最高(元):	4.78/9.22
近 3 月换手率:	144.39%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.93	15.25	-9.41
绝对	4.85	1.92	-28.27

资料来源：Wind

相关研报

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（2022-01-27）

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（2021-10-15）

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

该报告由周生于2022年05月05日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
13117310936@163.com

表 1： 2020Q1-2022Q1 公司季度主要财务指标（亿元，%）

单位：亿元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
主营业务收入	236.08	284.56	308.67	333.46	385.96	462.50	503.77	359.52	409.63
同比增长率	*-6%*	*26%*	*-8%*	*32%*	*63%*	*63%*	*63%*	*8%*	*6%*
毛利	37.15	52.16	40.55	36.25	46.69	67.10	54.28	51.97	48.34
毛利率	*15.74%*	*18.33%*	*13.14%*	*10.87%*	*12.10%*	*14.51%*	*10.77%*	*14.45%*	*11.80%*
销售费用	3.28	3.63	3.60	-6.43	1.18	1.34	1.00	0.55	0.96
财务费用	1.88	1.85	1.38	0.86	0.55	0.35	0.49	1.23	0.66
管理费用	6.03	5.53	6.31	11.03	6.30	7.18	8.20	10.48	6.29
研发费用	10.25	17.47	5.89	9.71	11.58	14.86	17.92	16.42	14.34
期间费用率	*9.09%*	*10.01%*	*5.57%*	*4.55%*	*5.08%*	*5.13%*	*5.48%*	*7.98%*	*5.43%*
税前利润	14.56	23.29	22.82	19.65	25.98	43.33	26.63	23.51	26.43
归属母公司净利润	11.34	18.89	18.14	15.58	20.54	35.21	21.89	19.16	21.11
净利率	*4.80%*	*6.64%*	*5.88%*	*4.67%*	*5.32%*	*7.61%*	*4.35%*	*5.33%*	*5.15%*
同比增长率	*-44%*	*45%*	*81%*	*56%*	*81%*	*86%*	*21%*	*23%*	*3%*
扣非净利润	*11.25*	*18.87*	*18.09*	*15.54*	*20.47*	*35.11*	*21.71*	*18.45*	*20.49*

资料来源：公司公告、光大证券研究所

表 2：2017-2021 年公司年度主要财务指标（亿元，%）

单位：亿元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	765	912	1,071	1,163	1,712
同比增长	53.6%	19.2%	17.5%	8.6%	47.2%
毛利	106	159	145	166	220
毛利率	13.8%	17.4%	13.5%	14.3%	12.9%
销售费用	10.1	14.5	15.5	4.1	4.1
管理费用	19.0	22.7	25.2	28.9	32.1
财务费用	18.5	15.4	9.4	6.0	2.6
研发费用		4.8	11.4	43.3	60.8
期间费用率	6.2%	6.3%	5.7%	7.1%	5.8%
资产减值损失	*1.60*	*2.11*	*0.12*	*0.33*	*0.67*
投资净收益	*0.64*	*0.87*	*0.54*	*0.38*	*1.33*
营业外收入	*0.02*	*0.12*	*0.21*	*0.07*	*0.41*
营业外支出	*0.27*	*1.18*	*1.31*	*0.92*	*0.46*
税前利润	53	93	78	80	119
税前利润率	7.0%	10.2%	7.3%	6.9%	7.0%
净利润	53	86	67	70	105
所得税率	0.6%	7.8%	14.5%	13.3%	12.4%
归母净利	41	68	44	64	97
同比增长率	扭亏为盈	64.5%	-35%	45.6%	51.4%
扣非净利润	40.9	67.6	41.6	63.7	95.7

资料来源：公司公告、光大证券研究所

万得资讯

该报告由周生于2022年05月05日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
13117310936@163.com

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**116,276**	**171,176**	**155,536**	**161,026**	**165,484**
营业成本	99,664	149,173	135,864	140,559	144,578
折旧和摊销	3,319	3,224	3,368	3,593	3,825
税金及附加	669	756	687	1,127	1,158
销售费用	409	407	370	383	393
管理费用	2,891	3,215	2,921	3,024	3,108
研发费用	4,333	6,078	5,523	5,718	5,876
财务费用	598	263	-45	-185	-349
投资收益	38	133	133	133	133
营业利润	**8,117**	**11,950**	**11,438**	**11,655**	**12,011**
利润总额	**8,032**	**11,944**	**11,438**	**11,655**	**12,011**
所得税	1,067	1,477	1,414	1,441	1,485
净利润	**6,964**	**10,468**	**10,024**	**10,214**	**10,526**
少数股东损益	569	788	800	800	800
归属母公司净利润	**6,395**	**9,680**	**9,224**	**9,414**	**9,726**
EPS(元)	**1.04**	**1.40**	**1.34**	**1.36**	**1.41**

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	**12,018**	**6,515**	**8,023**	**13,285**	**13,554**
净利润	6,395	9,680	9,224	9,414	9,726
折旧摊销	3,319	3,224	3,368	3,593	3,825
净营运资金增加	-1,633	5,800	4,471	461	519
其他	3,937	-12,189	-9,039	-183	-516
投资活动产生现金流	**-4,878**	**-4,868**	**-4,214**	**-4,386**	**-4,315**
净资本支出	-4,237	-4,563	-4,403	-4,489	-4,451
长期投资变化	391	545	0	0	0
其他资产变化	-1,031	-850	189	103	136
融资活动现金流	**-6,629**	**-1,566**	**-4,514**	**-8,652**	**-3,613**
股本变化	0	780	0	0	0
债务净变化	-5,167	-3,378	-2,535	-6,925	-2,013
无息负债变化	6,982	6,872	-8,699	1,025	708
净现金流	**589**	**191**	**-704**	**247**	**5,626**

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	**90,741**	**106,559**	**103,346**	**105,741**	**113,007**
货币资金	7,541	7,706	7,001	7,249	12,875
交易性金融资产	1,457	2,382	2,382	2,382	2,382
应收账款	2,822	4,163	3,783	3,916	4,025
应收票据	856	1,306	1,187	1,229	1,263
其他应收款（合计）	128	293	266	276	284
存货	10,605	11,366	10,352	10,710	11,016
其他流动资产	10,850	16,704	15,036	15,622	16,097
流动资产合计	**38,820**	**50,041**	**45,834**	**47,314**	**53,961**
其他权益工具	52	40	37	43	40
长期股权投资	391	545	545	545	545
固定资产	42,422	43,531	43,760	43,907	43,904
在建工程	4,058	7,407	7,872	8,261	8,533
无形资产	4,593	4,498	4,408	4,315	4,229
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	11	214	156	156	156
非流动资产合计	**51,921**	**56,518**	**57,511**	**58,428**	**59,047**
总负债	**52,215**	**55,709**	**44,475**	**38,575**	**37,270**
短期借款	10,544	8,437	5,602	2,313	0
应付账款	6,883	8,608	7,840	8,111	8,343
应付票据	8,876	9,702	8,837	9,142	9,403
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7,448	9,494	8,911	9,116	9,282
流动负债合计	**45,163**	**53,629**	**42,116**	**35,909**	**34,298**
长期借款	2,729	1,123	1,423	1,723	2,023
应付债券	3,435	0	0	0	0
其他非流动负债	882	951	931	938	944
非流动负债合计	**7,052**	**2,080**	**2,359**	**2,666**	**2,972**
股东权益	**38,526**	**50,850**	**58,871**	**67,167**	**75,738**
股本	6,129	6,909	6,909	6,909	6,909
公积金	11,710	15,164	16,087	17,028	17,290
未分配利润	15,214	23,314	29,612	36,167	43,676
归属母公司权益	33,684	45,410	52,630	60,126	67,897
少数股东权益	4,841	5,441	6,241	7,041	7,841

主要指标

盈利能力（%）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	14.3%	12.9%	12.6%	12.7%	12.6%
EBITDA 率	10.3%	8.9%	9.4%	9.3%	9.3%
EBIT 率	7.4%	7.0%	7.2%	7.0%	7.0%
税前净利润率	6.9%	7.0%	7.4%	7.2%	7.3%
归母净利润率	5.5%	5.7%	5.9%	5.8%	5.9%
ROA	7.7%	9.8%	9.7%	9.7%	9.3%
ROE（摊薄）	19.0%	21.3%	17.5%	15.7%	14.3%
经营性 ROIC	14.6%	17.1%	14.8%	14.6%	14.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	52%	43%	36%	33%
流动比率	0.86	0.93	1.09	1.32	1.57
速动比率	0.62	0.72	0.84	1.02	1.25
归母权益/有息债务	2.00	3.36	4.80	14.90	33.57
有形资产/有息债务	5.09	7.55	9.01	25.09	53.70

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.35%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
管理费用率	2.49%	1.88%	1.88%	1.88%	1.88%
财务费用率	0.51%	0.15%	-0.03%	-0.11%	-0.21%
研发费用率	3.73%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%
所得税率	13%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.21	0.29	0.28	0.28	0.29
每股经营现金流	1.96	0.94	1.16	1.92	1.96
每股净资产	5.50	6.57	7.62	8.70	9.83
每股销售收入	18.97	24.78	22.51	23.31	23.95

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	6	4	4	4	4
PB	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.9	4.1	4.2	3.7	3.2
股息率	3.6%	5.0%	4.8%	4.8%	5.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

该报告由周生于2022年05月05日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
13173109360@163.com

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曾与，不与，也将不会与本报告中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