

2022年10月29日

公司研究

产品结构优化叠加费用持续降低，Q3 归母净利润表现持续优于行业

——华菱钢铁（000932.SZ）2022年三季度报点评

要点

事件：公司发布 2022 年前三季度报告，2022 年前三季度实现营业收入 1248.42 亿元，同比-7.88%，实现归母净利润 51.31 亿元，同比-33.91%。2022 年 Q3 实现营业收入 402.1 亿元，同比-20.32%，环比-7.61%，归母净利润 13.10 亿元，同比-40.17%，环比-23.39%。

Q3 管理费用率、财务费用率创历史新低水平：2022 年三季度，公司管理费用率为 1.44%，创历史新低水平；财务费用率为-0.15%，连续第 2 个季度为负，创历史新低水平。

油气领域需求向好，华菱衡钢无缝钢管出口订单持续向好：油气领域需求仍然较好，2022 年前三季度，子公司华菱衡钢净利润同比增长 114%。华菱衡钢获得控股股东 10 亿元增资并启动了炼钢系统等相关技术改造，预计年底完成，将有助于进一步提升华菱衡钢的产品档次。

汽车板需求向好，2022 年前三季度汽车板子公司净利润同比增长 117%。2022 年前三季度，汽车板子公司净利润同比增长 117%。为满足新能源汽车领域高速发展需求，公司正在加速推进汽车板二期项目建设，投产后酸轧线产能将由每年 150 万吨提升到 200 万吨，镀锌线和连推线产能将由 115 万吨提升到 160 万吨。

华菱涟钢已实现普通取向、升级版取向、高磁取向原料系列牌号全覆盖。华菱涟钢成功下线第一卷取向电工钢冷硬卷，已实现普通取向、升级版取向、高磁取向原料系列牌号全覆盖，并开工建设电工钢一期项目。该项目产品主要定位中高牌号无取向电工钢及取向电工钢，预计分两步建设，建设周期 32 个月，最终实现年产 40 万吨无取向电工钢、20 万吨无取向电工钢冷硬卷、18 万吨取向电工钢冷硬卷。

华菱湘钢拟建设 60 万吨高速线材轧制生产线，预计 2023 年 9 月投产。华菱湘钢拟新建一条高速线材轧制生产线，设计年产规模 60 万吨，产线将立足于我国特殊钢先进生产水平，采用国际上先进适用的生产技术和装备，建设一条具有国内先进、国际领先水平的特殊钢线材生产线。项目总投资约 7 亿元，项目计划于 2022 年 9 月启动，预计于 2023 年 9 月投产。

盈利预测、估值与评级：由于钢铁行业盈利下滑，我们分别下调公司 2022-2024 年归母净利润预测 22.66%、41.42%、37.15%至 72.38、56.09、62.34 亿元，华菱钢铁作为钢铁龙头企业，后续产品结构有望进一步改善，故维持公司“增持”评级。

风险提示：原材料价格维持高位；钢材下游需求回落超预期；公司新建产能投产不及预期。

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	151,813	153,894	158,818
营业收入增长率	8.55%	47.22%	-11.31%	1.37%	3.20%
净利润（百万元）	6,395	9,680	7,238	5,609	6,234
净利润增长率	45.63%	51.36%	-25.22%	-22.51%	11.14%
EPS（元）	1.04	1.40	1.05	0.81	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.99%	21.32%	14.29%	10.25%	10.44%
P/E	4	3	4	5	4
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-28

增持（维持）

当前价：3.89 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebsec.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

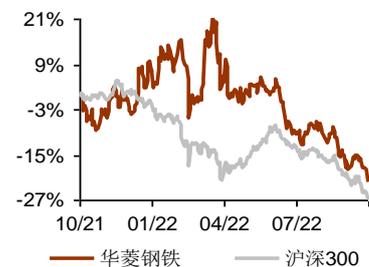
021-52523812

modai@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元)	268.75
一年最低/最高(元)	3.87/6.22
近 3 月换手率	39.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.52	0.76	0.70
绝对	-3.95	-14.32	-22.96

资料来源：Wind

相关研报

产品结构加速向“特钢”转型，助力公司 Q2 归母净利润表现优于行业平均——华菱钢铁（000932.SZ）2022 年半年度业绩预告点评（2022-07-15）

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（2022-05-01）
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）

表 1：华菱钢铁主要财务指标（亿元，%，元/股）

单位：亿元	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
主营业务收入	308.67	333.46	385.96	462.50	503.77	359.52	409.63	433.59	400.69
同比增长率	-8%	32%	63%	63%	63%	8%	6%	-6%	-20%
毛利	40.55	36.25	46.69	67.10	54.28	51.97	48.34	46.95	38.87
毛利率	13.14%	10.87%	12.10%	14.51%	10.77%	14.45%	11.80%	10.83%	9.70%
销售费用	3.60	-6.43	1.18	1.34	1.00	0.55	0.96	1.03	1.13
财务费用	1.38	0.86	0.55	0.35	0.49	1.23	0.66	-0.32	-0.61
管理费用	6.31	11.03	6.30	7.18	8.20	10.48	6.29	6.62	5.79
研发费用	5.89	9.71	11.58	14.86	17.92	16.42	14.34	16.89	15.60
期间费用率	5.57%	4.55%	5.08%	5.13%	5.48%	7.98%	5.43%	5.59%	5.47%
税前利润	22.82	19.65	25.98	43.33	26.63	23.51	26.43	21.63	18.79
归属母公司净利润	18.14	15.58	20.54	35.21	21.89	19.16	21.11	17.10	13.10
净利率	5.88%	4.67%	5.32%	7.61%	4.35%	5.33%	5.15%	3.94%	3.27%
同比增长率	81%	56%	81%	86%	21%	23%	3%	-51%	-40%
扣非净利润	18.09	15.54	20.47	35.11	21.71	18.45	20.49	16.79	12.32
期末净资产	362	385	405	450	487	509	530	538	557
年化 ROE	20.04%	16.17%	20.26%	31.31%	17.98%	15.07%	15.92%	12.71%	9.41%
最新总股本 (亿股)	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09
摊薄 EPS (元/股)	0.263	0.225	0.297	0.510	0.317	0.277	0.306	0.247	0.190

资料来源：Wind，光大证券研究所

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	151,813	153,894	158,818
营业成本	99,664	149,173	134,659	138,035	142,074
折旧和摊销	3,319	3,224	3,368	3,593	3,825
税金及附加	669	756	670	1,077	1,112
销售费用	409	407	361	366	377
管理费用	2,891	3,215	2,851	2,890	2,983
研发费用	4,333	6,078	5,390	5,464	5,639
财务费用	598	263	-13	-56	-171
投资收益	38	133	133	133	133
营业利润	8,117	11,950	9,172	7,313	8,026
利润总额	8,032	11,944	9,172	7,313	8,026
所得税	1,067	1,477	1,134	904	992
净利润	6,964	10,468	8,038	6,409	7,034
少数股东损益	569	788	800	800	800
归属母公司净利润	6,395	9,680	7,238	5,609	6,234
EPS(元)	1.04	1.40	1.05	0.81	0.90

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	12,018	6,515	6,406	9,899	10,193
净利润	6,395	9,680	7,238	5,609	6,234
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	3,964	15	589
其他	3,937	-12,189	-8,163	682	-455
投资活动产生现金流	-4,878	-4,868	-4,200	-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	202	103	136
融资活动现金流	-6,629	-1,566	-3,078	-5,419	-5,656
股本变化	0	780	0	0	0
债务净变化	-5,167	-3,378	-1,062	-3,939	-4,607
无息负债变化	6,982	6,872	-9,015	708	730
净现金流	589	191	-872	94	222

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	14.3%	12.9%	11.3%	10.3%	10.5%
EBITDA 率	10.3%	8.9%	8.1%	7.0%	7.3%
EBIT 率	7.4%	7.0%	5.9%	4.6%	4.9%
税前净利润率	6.9%	7.0%	6.0%	4.8%	5.1%
归母净利润率	5.5%	5.7%	4.8%	3.6%	3.9%
ROA	7.7%	9.8%	7.8%	6.2%	6.6%
ROE (摊薄)	19.0%	21.3%	14.3%	10.3%	10.4%
经营性 ROIC	14.6%	17.1%	11.8%	9.3%	9.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	52%	45%	41%	36%
流动比率	0.86	0.93	1.04	1.15	1.32
速动比率	0.62	0.72	0.80	0.89	1.02
归母权益/有息债务	2.00	3.36	4.07	6.44	15.36
有形资产/有息债务	5.09	7.55	7.88	11.73	26.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	90,741	106,559	102,517	104,157	106,088
货币资金	7,541	7,706	6,834	6,928	7,149
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	3,692	3,743	3,863
应收票据	856	1,306	1,158	1,174	1,212
其他应收款 (合计)	128	293	260	264	272
存货	10,605	11,366	10,250	10,510	10,820
其他流动资产	10,850	16,704	14,639	14,861	15,386
流动资产合计	38,820	50,041	45,016	45,736	47,049
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	142	142	142
非流动资产合计	51,921	56,518	57,501	58,421	59,039
总负债	52,215	55,709	45,632	42,401	38,525
短期借款	10,544	8,437	7,074	6,772	1,866
应付账款	6,883	8,608	7,770	7,965	8,198
应付票据	8,876	9,702	8,758	8,978	9,241
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7,448	9,494	8,773	8,850	9,034
流动负债合计	45,163	53,629	43,278	39,744	35,561
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	927	929	936
非流动负债合计	7,052	2,080	2,354	2,657	2,963
股东权益	38,526	50,850	56,885	61,756	67,563
股本	6,129	6,909	6,909	6,909	6,909
公积金	11,710	15,164	15,888	16,449	17,073
未分配利润	15,214	23,314	27,825	31,335	35,719
归属母公司权益	33,684	45,410	50,645	54,715	59,723
少数股东权益	4,841	5,441	6,241	7,041	7,841

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%	-0.01%	-0.04%	-0.11%
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	0.22	0.18	0.19
每股经营现金流	1.96	0.94	0.93	1.43	1.48
每股净资产	5.50	6.57	7.33	7.92	8.64
每股销售收入	18.97	24.78	21.97	22.28	22.99

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	4	3	4	5	4
PB	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.9	3.2	4.0	4.3	3.8
股息率	5.4%	7.5%	5.7%	4.6%	5.0%

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