

2023 年 03 月 25 日

公司研究

评级：增持(首次覆盖)

研究所

证券分析师：

谢文迪 S0350522110004

xiewd@ghzq.com.cn

业绩稳韧，质、量齐升助力长期增长

——华菱钢铁（000932）2022 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2023/03/24

表现	1M	3M	12M
华菱钢铁	-2.8%	15.4%	8.9%
沪深 300	-0.8%	5.2%	-5.3%

市场数据

2023/03/24

当前价格（元）	5.48
52 周价格区间（元）	3.87-6.58
总市值（百万）	37,859.31
流通市值（百万）	31,334.84
总股本（万股）	690,863.25
流通股本（万股）	571,803.72
日均成交额（百万）	393.96
近一月换手（%）	1.35

事件：

华菱钢铁发布 2022 年年报：2022 年公司实现营业收入 1686.37 亿元，同比减少 1.71%，实现归母净利润 63.79 亿元，同比减少 34.10%。

投资要点：

■ **业绩稳韧，优于行业。**2022 年公司实现营业收入 1686.37 亿元，同比减少 1.71%，实现归母净利润 63.79 亿元，同比减少 34.10%。公司归母净利润同比减少主要是受宏观经济承压、下游需求转弱、原材料价格高位波动等因素所拖累，但在 2022 年钢铁行业出现大面积亏损的严峻形势下，公司盈利能力相对稳定，表现优于行业。同时，子公司华菱衡钢、汽车板公司报告期分别实现净利润 6.99 亿元、16.52 亿元，同比分别增长 93.20%、168.99%，均创历史最好水平。

■ **受益油气行业景气，钢管业务毛利率同比提升。**2022 年公司长材/板材/钢管业务毛利率分别为 5.89%/14.56%/13.63%。受益油气开采、压力容器等下游行业景气度提升，公司积极开拓海内外市场，钢管业务毛利率同比+2.92pct。

■ **费用把控能力突出，严格控制费用支出切实提升经营效益。**2022 年公司期间费用率为 5.13%，同比-0.68pct，期间费用同比下降主要系会计准则调整、债务结构优化所致。

■ **量：产能建设持续推进，巧化区位优势为发展胜势。**为进一步满足下游客户对高端品种的需求，公司持续推进新建项目——汽车板二期项目（VAMA 汽车板公司）、冷轧硅钢产品一期工程项目（华菱涟钢）、精品高速线材生产线项目（华菱湘钢），预计 2023-2025 年年均释放产能约 60 万吨。此外公司区域具有稀缺性，承东启西、连接南北，巧化区位优势为发展胜势，供需格局有序，有待深化毗邻地区合作，进一步支撑公司未来业绩。

■ **价：我们预计 2023 年钢价仍高位震荡。**供给端看，绿色低碳发展将继续制约钢铁产能发展和产量释放，2023 年钢铁供给可能持续受限。需求方面，造船、风电、压力容器需求持续稳定；汽车行业需求平稳，其中新能源汽车继续保持高景气；取向电工钢和油气行业需求维持较好水平；受房地产拖累，建筑用钢需求仍然疲软，改善尚不

明显。总体供需基本面保持紧平衡状态，钢价高位震荡。

- **质：多元产品布局增强抗周期波动能力，品种结构迈向高端精品。**
公司高端产品品种钢占比节节攀升，推动品种结构升级，加快产品由“优钢”向“特钢”领域转型。2022 年重点品种钢销量占比提升至 60%，13 个大类品种 90 个钢种替代“进口”。华菱湘钢精品高速线材生产线项目加速推进、华菱涟钢冷轧单机架轧机项目投产、华菱衡钢启动产线升级改造工程、汽车板公司引进高端汽车板产品项目等，为推动公司产品结构迈向高端化提供硬件支撑，提升公司核心产品竞争力。
- **盈利预测和投资评级。**根据公司目前的产能规划、公司产品的核心竞争力及钢铁行业情况，我们预计 2023-2025 年实现营业收入 1679.1/1683.4/1700.5 亿元，同比分别为-0.4%/0.3%/1.0%；实现归母净利润 65.2/68.3/72.8 亿元，同比增长 2.3%/4.7%/6.7%，对应 2023-2025 年 PE 为 5.80/5.55/5.20 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**政策调节力度超预期、宏观经济增速不及预期、公司项目建设进度不及预期、原材料价格波动、下游需求不及预期、产品价格下跌风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	168637	167909	168342	170054
增长率（%）	-2	-0.4	0.3	1
归母净利润（百万元）	6379	6523	6827	7282
增长率（%）	-34	2	5	7
摊薄每股收益（元）	0.92	0.94	0.99	1.05
ROE（%）	13	12	11	10
P/E	5.09	5.80	5.55	5.20
P/B	0.65	0.67	0.60	0.54
P/S	0.19	0.23	0.22	0.22
EV/EBITDA	3.12	3.48	3.40	3.21

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

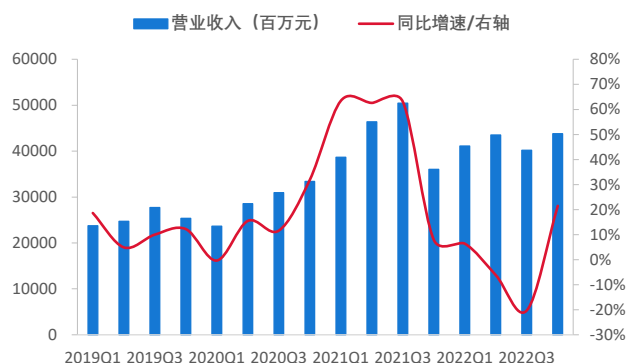
事件:

华菱钢铁发布 2022 年年报: 2022 年公司实现营业总收入 1686.37 亿元, 同比减少 1.71%, 实现归母净利润 63.79 亿元, 同比减少 34.10%。

评论:

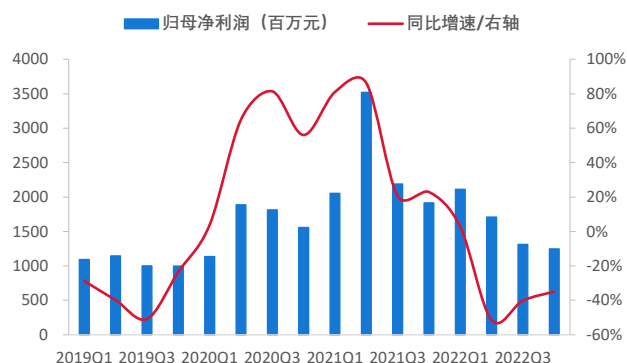
业绩稳韧, 优于行业。2022 年公司实现营业收入 1686.37 亿元, 同比减少 1.71%, 实现归母净利润 63.79 亿元, 同比减少 34.10%。公司归母净利润同比减少主要是受宏观经济承压、下游需求转弱、原材料价格高位波动等因素所拖累, 但在 2022 年钢铁行业出现大面积亏损的严峻形势下, 公司盈利能力相对稳定, 表现优于行业。同时, 子公司华菱衡钢、汽车板公司报告期分别实现净利润 6.99 亿元、16.52 亿元, 同比分别增长 93.20%、168.99%, 均创历史最好水平。

图 1: 2019-2022 年公司分季度营业收入情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 2: 2019-2022 年公司分季度归母净利润情况

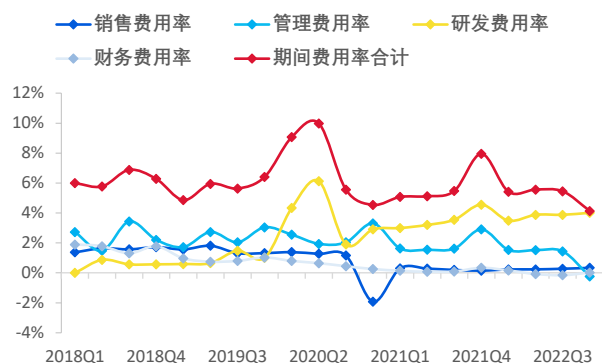


资料来源: WIND, 国海证券研究所

受益油气行业景气, 钢管业务毛利率同比提升。2022 年公司长材/板材/钢管业务毛利率分别为 5.89%/14.56%/13.63%。受益油气开采、压力容器等下游行业景气度提升, 公司积极开拓海内外市场, 钢管业务毛利率同比+2.92pct。

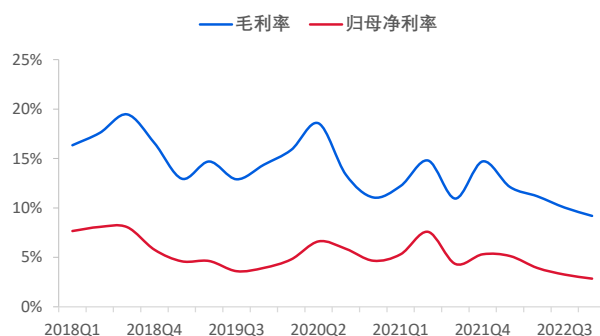
费用把控能力突出, 严格控制费用支出切实提升经营效益。2022 年公司期间费用率为 5.13%, 同比-0.68pct, 期间费用同比下降主要系会计准则调整、债务结构优化所致。

图 3：华菱钢铁分季度期间费用率情况（%）



资料来源：WIND，国海证券研究所

图 4：华菱钢铁分季度毛利率与归母净利率情况（%）



资料来源：WIND，国海证券研究所

量：产能建设持续推进，巧化区位优势为发展胜势。为进一步满足下游客户对高端品种的需求，公司持续推进新建项目——汽车板二期项目（VAMA 汽车板公司）、冷轧硅钢产品一期工程项目（华菱涟钢）、精品高速线材生产线项目（华菱湘钢），预计 2023-2025 年年均释放产能约 60 万吨。此外公司区域具有稀缺性，承东启西、连接南北，巧化区位优势为发展胜势，供需格局有序，有待深化毗邻地区合作，进一步支撑公司未来业绩。

图 5：公司新建产能情况

（子）公司	项目	建设期	开工	完工	产能情况
华菱涟钢	冷轧硅钢产品一期工程项目	第一步	18	2022年6月	2023年底投产
		第二步	14	2022年6月	2025Q1投产
VAMA汽车板公司	汽车板二期	18	2021年	2022年年底	项目达产后酸轧线产能将由每年150万吨提升到200万吨，镀锌线和连退线产能将由115万吨提升到160万吨， 新增产能规模45万吨
华菱湘钢	高速线材生产线项目	12	2022年9月	2023年9月	年产精品高速线材规模 60万吨

资料来源：公司公告，国海证券研究所

价：我们预计 2023 年钢价仍高位震荡。供给端看，绿色低碳发展将继续制约钢铁产能发展和产量释放，2023 年钢铁供给可能持续受限。需求方面，造船、风电、压力容器需求持续稳定；汽车行业需求平稳，其中新能源汽车继续保持高景气；取向电工钢和油气行业需求维持较好水平；受房地产拖累，建筑用钢需求仍然疲软，改善尚不明显。总体供需基本面保持紧平衡状态，钢价高位震荡。

质：多元产品布局增强抗周期波动能力，品种结构迈向高端精品。公司高端产品品种钢占比节节攀升，推动品种结构升级，加快产品由“优钢”向“特钢”领域转型。2022 年重点品种钢销量占比提升至 60%，13 个大类品种 90 个钢种替代“进口”。华菱湘钢精品高速线材生产线项目加速推进、华菱涟钢冷轧单机架轧机项目投产、华菱衡钢启动产线升级改造工程、汽车板公司引进高端汽车板产品项目等，为推动公司产品结构迈向高端化提供硬件支撑，提升公司核心产品竞争力。

根据公司目前的产能规划、公司产品的核心竞争力及钢铁行业情况，我们预计 2023-2025 年实现营业收入 1679.1/1683.4/1700.5 亿元，同比分别为 -0.4%/0.3%/1.0%；实现归母净利润 65.2/68.3/72.8 亿元，同比增长 2.3%/4.7%/6.7%，对应 2023-2025 年 PE 为 5.80/5.55/5.20 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

- 1) 政策调节力度超预期；
- 2) 宏观经济增速不及预期；
- 3) 公司项目建设进度不及预期；
- 4) 原材料价格波动；
- 5) 下游需求不及预期；
- 6) 产品价格下跌风险。

附表：华菱钢铁盈利预测表

证券代码:	000932		股价:	5.48	投资评级:	增持	日期:	2023/03/24	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	13%	12%	11%	10%	EPS	0.92	0.94	0.99	1.05
毛利率	10%	11%	11%	12%	BVPS	7.23	8.17	9.16	10.21
期间费率	1%	2%	1%	2%	估值				
销售净利率	4%	4%	4%	4%	P/E	5.09	5.80	5.55	5.20
成长能力					P/B	0.65	0.67	0.60	0.54
收入增长率	-2%	-0.4%	0.3%	1%	P/S	0.19	0.23	0.22	0.22
利润增长率	-34%	2%	5%	7%					
营运能力					利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	1.41	1.35	1.29	1.21	营业收入	168637	167909	168342	170054
应收账款周转率	37.37	42.38	36.55	69.06	营业成本	150885	149824	149432	150491
存货周转率	13.75	19.79	14.86	12.44	营业税金及附加	666	703	686	702
偿债能力					销售费用	461	430	446	544
资产负债率	52%	48%	44%	42%	管理费用	1765	2300	2037	2194
流动比	1.17	1.29	1.41	1.56	财务费用	-18	0	0	0
速动比	0.52	0.66	0.68	0.76	其他费用/（-收入）	6441	6397	6751	6649
					营业利润	8714	8640	9399	9891
资产负债表（百万元）					2022A	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	12617	15416	15769	17302	营业外净收支	-40	0	0	0
应收款项	5125	5738	4988	4140	利润总额	8673	8640	9399	9891
存货净额	12262	8484	11326	13675	所得税费用	999	1210	1410	1484
其他流动资产	28330	28546	27889	30990	净利润	7675	7430	7989	8407
流动资产合计	58334	58184	59971	66107	少数股东损益	1296	907	1162	1125
固定资产	49493	53270	58012	61818	归属于母公司净利润	6379	6523	6827	7282
在建工程	6248	6841	6760	5903	现金流量表（百万元）				
无形资产及其他	4889	4874	4893	4896	经营活动现金流	9457	8123	6754	6959
长期股权投资	726	894	1068	1239	净利润	6379	6523	6827	7282
资产总计	119690	124062	130705	139963	少数股东权益	1296	907	1162	1125
短期借款	4615	5615	6115	6615	折旧摊销	3394	3607	3684	3942
应付款项	26416	20196	17162	16281	公允价值变动	68	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1740	-2869	-4845	-5295
其他流动负债	18967	19455	19143	19375	投资活动现金流	-13926	-7997	-8401	-6927
流动负债合计	49997	45266	42420	42271	资本支出	-6094	-7962	-8363	-6892
长期借款及应付债券	10913	12413	13913	14913	长期投资	-7758	-173	-180	-176
其他长期负债	1187	1374	1374	1374	其他	-74	138	142	142
长期负债合计	12100	13786	15286	16286	筹资活动现金流	5768	2673	2000	1500
负债合计	62097	59053	57706	58557	债务融资	3042	2686	2000	1500
股本	6909	6909	6909	6909	权益融资	1248	0	0	0
股东权益	57592	65009	72999	81405	其它	1478	-14	0	0
负债和股东权益总计	119690	124062	130705	139963	现金净增加额	1535	2798	353	1533

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【钢铁&大宗商品组小组介绍】

谢文迪：钢铁行业及大宗商品研究团队首席分析师，6 年大宗商品投研经验，3 年宏观研究经验。布里斯托大学金融投资学硕士，曾先后就职于鸿凯投资，东北证券，方正证券，民生证券，获 2020 年 Wind 金牌分析师第四名。

【分析师承诺】

谢文迪，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。