

2023年5月4日

公司研究

一季度业绩同比下滑，但仍跑赢行业平均水平

——华菱钢铁（000932.SZ）2023年一季报点评

要点

事件：2023年一季度，公司实现营业收入398.94亿元，同比-2.95%，环比-8.91%；实现归母净利润6.89亿元，同比-67.39%，环比-44.79%；实现扣非后归母净利润6.44亿元，同比-68.57%，环比-48.52%。

一季度公司净利率创2017年以来单季度最低值，业绩表现仍跑赢行业：2023年一季度，公司净利率为1.73%，创2017年以来单季度最低水平，Q1公司实现归母净利润6.89亿元，仍跑赢普钢行业平均水平（1.08亿元）。

经营性活动现金流转负主要是受需求下滑及未贴现的银行承兑汇票影响。2023年一季度，公司经营性活动现金流为-34.26亿元，环比由正转负，同比-33.63亿元。剔除财务公司影响后，公司2023年一季度经营活动产生的现金流量净额为-30.86亿元，同比-13.07亿元，Q1经营性活动现金流下降主要系报告期末持有的未贴现的银行承兑汇票较年初增加55.43亿元；另外，由于下游需求改善不及预期，原燃料价格持续高位波动，公司净利润同比出现一定程度下滑。

一季度公司投资收益为0.77亿元，同比+63.13%：2023年一季度公司投资收益为0.77亿元，同比+63.13%，环比+57.14%，主要系合营企业华安钢宝利实现的净利润同比增加。

进一步深化集成研发创新，提升品种钢占比，优化产品结构体系：2022年公司品种钢占比达到60%，同比提升5pct，2023年公司计划围绕重大装备制造、战略性新兴产业及国防军工等领域钢铁材料需求，打造高端专用和特殊用途产品品牌，力争开发10-15个高精尖替代进口钢种，且华菱湘钢精品高速线材生产线项目加速推进，华菱涟钢开工建设电工钢一期项目，预计一期第一步将于2023年内投产，产品结构有望进一步优化，或将带动品种钢占比进一步提升。

实施极致对标，推进系统降本增效。2022年，公司持续优化经济技术指标、提高采购成本竞争力、优化负债结构，带动铁水成本低于行业平均，财务费用大幅回落。2023年，公司将进一步加强与先进国企、领先民企等行业标杆的对标，找准差距，对出实效。

盈利预测、估值与评级：华菱钢铁作为钢铁行业龙头企业，后续产品结构有望持续改善，且汽车钢、电工钢新增项目或将进一步贡献业绩，我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为68.36、71.34、74.02亿元，对应EPS分别为0.99、1.03、1.07元，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	171,176	168,099	176,999	184,077	191,539
营业收入增长率	47.22%	-1.80%	5.29%	4.00%	4.05%
净利润（百万元）	9,680	6,379	6,836	7,134	7,402
净利润增长率	51.36%	-34.10%	7.17%	4.35%	3.76%
EPS（元）	1.58	0.92	0.99	1.03	1.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.32%	12.77%	12.40%	11.77%	11.17%
P/E	3	6	5	5	5
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-04-28

增持（维持）

当前价：5.28元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhz@ebsecn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元)	364.78
一年最低/最高(元)	3.87/6.02
近3月换手率	62.28%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.70	10.34	-9.91
绝对	-1.12	6.24	-4.39

资料来源：Wind

相关研报

盈利尽显头部风范，品种结构持续改善——华菱钢铁（000932.SZ）2022年年报点评（2023-03-24）

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年三季报点评（2022-10-29）

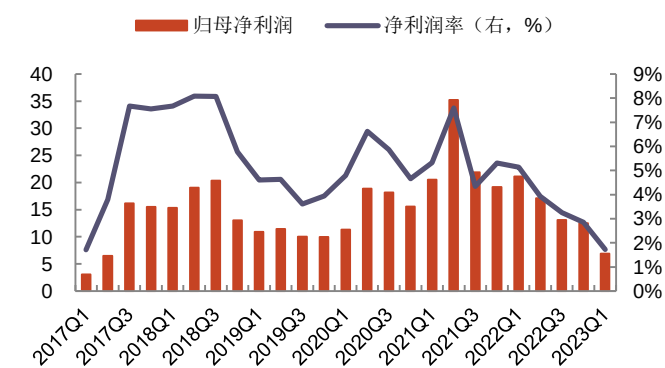
产品结构加速向“特钢”转型，助力公司Q2归母净利润表现优于行业平均——华菱钢铁（000932.SZ）2022年半年度业绩预告点评（2022-07-15）

表 1：华菱钢铁主要季度财务指标（亿元，%）

单位：亿元	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
主营业务收入	308.67	333.46	385.96	462.50	503.77	359.52	409.63	433.59	400.69	437.08	397.62
同比增长率	-8%	32%	63%	63%	63%	8%	6%	-6%	-20%	22%	-3%
毛利	40.55	36.25	46.69	67.10	54.28	51.97	48.34	46.95	38.87	39.37	29.50
毛利率	13.14%	10.87%	12.10%	14.51%	10.77%	14.45%	11.80%	10.83%	9.70%	9.01%	7.42%
销售费用	3.60	-6.43	1.18	1.34	1.00	0.55	0.96	1.03	1.13	1.48	1.03
财务费用	1.38	0.86	0.55	0.35	0.49	1.23	0.66	-0.32	-0.61	0.09	0.31
管理费用	6.31	11.03	6.30	7.18	8.20	10.48	6.29	6.62	5.79	-1.05	4.07
研发费用	5.89	9.71	11.58	14.86	17.92	16.42	14.34	16.89	15.60	17.58	13.51
期间费用率	5.57%	4.55%	5.08%	5.13%	5.48%	7.98%	5.43%	5.59%	5.47%	4.14%	4.76%
税前利润	22.82	19.65	25.98	43.33	26.63	23.51	26.43	21.63	18.79	19.88	11.55
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	12.48	6.89
净利率	5.88%	4.67%	5.32%	7.61%	4.35%	5.33%	5.15%	3.94%	3.27%	2.85%	1.73%
同比增长率	81%	56%	81%	86%	21%	23%	3%	-51%	-40%	-35%	-67%
扣非净利润	18.09	15.54	20.47	35.11	21.71	18.45	20.49	16.79	12.32	12.51	6.44
期末净资产	362	385	405	450	487	509	530	538	557	576	602
年化 ROE	20.04%	16.17%	20.26%	31.31%	17.98%	15.07%	15.92%	12.71%	9.41%	8.66%	4.57%
存货/销售收入	8.07%	7.95%	7.58%	7.18%	6.44%	7.90%	7.04%	8.13%	6.48%	7.01%	8.42%
带息负债	216.2	236.3	255.8	230.0	203.1	221.9	211.5	228.6	186.7	214.0	257.9
货币资金	38.2	75.4	46.1	71.0	64.2	77.1	63.4	70.8	77.5	111.6	77.2
资产负债率	58.64%	57.54%	59.50%	57.37%	54.47%	52.28%	51.74%	52.51%	50.65%	51.88%	53.31%
存货金额	99.6	106.0	117.0	132.9	129.8	113.7	115.3	141.0	103.9	122.6	133.9
自由现金流	10.6	51.3	(43.5)	43.1	5.6	14.4	(11.8)	21.1	28.3	(4.0)	(45.7)
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	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	0.181	0.100

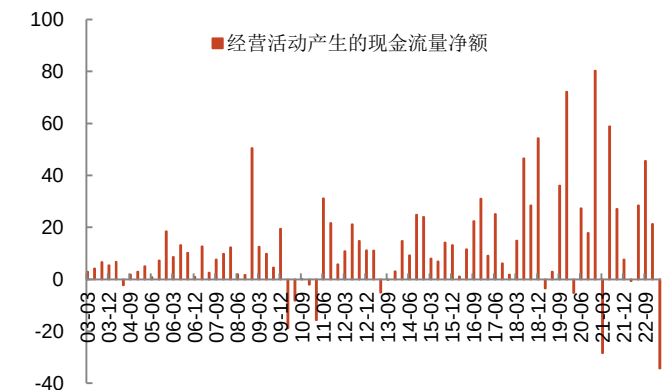
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 1：公司季度归母净利润及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：2003 年以来公司单季度经营活动性净现金流（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

华菱钢铁 (000932.SZ)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	171,176	168,099	176,999	184,077	191,539
营业成本	149,173	150,745	158,647	164,603	171,514
折旧和摊销	3,224	3,376	3,371	3,609	3,868
税金及附加	756	666	701	1,289	1,341
销售费用	407	461	485	505	525
管理费用	3,215	1,765	1,858	1,933	2,011
研发费用	6,078	6,441	6,782	7,054	7,339
财务费用	263	-18	396	222	37
投资收益	133	147	147	147	147
营业利润	11,950	8,714	8,630	8,983	9,301
利润总额	11,944	8,673	8,630	8,983	9,301
所得税	1,477	999	993	1,034	1,071
净利润	10,468	7,675	7,636	7,948	8,230
少数股东损益	788	1,296	800	815	828
归属母公司净利润	9,680	6,379	6,836	7,134	7,402
EPS(元)	1.58	0.92	0.99	1.03	1.07

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,515	9,457	9,945	14,909	15,445
净利润	9,680	6,379	6,836	7,134	7,402
折旧摊销	3,224	3,376	3,371	3,609	3,868
净营运资金增加	6,974	2,079	1,789	-2,802	-2,960
其他	-13,363	-2,376	-2,051	6,968	7,135
投资活动产生现金流	-4,868	-13,926	-5,668	-5,588	-5,376
净资本支出	-4,563	-6,094	-5,324	-5,713	-5,522
长期投资变化	545	726	0	0	0
其他资产变化	-850	-8,558	-344	125	145
融资活动现金流	-1,566	5,768	-3,686	-5,461	-1,716
股本变化	780	0	0	0	0
债务净变化	-3,378	2,679	-1,320	-3,342	300
无息负债变化	6,872	3,710	6,151	9,182	9,755
净现金流	191	1,535	591	3,860	8,353

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	12.9%	10.3%	10.4%	10.6%	10.5%
EBITDA 率	8.9%	7.0%	6.9%	6.9%	6.8%
EBIT 率	7.0%	5.0%	5.0%	4.9%	4.8%
税前净利润率	7.0%	5.2%	4.9%	4.9%	4.9%
归母净利润率	5.7%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
ROA	9.8%	6.4%	5.9%	5.6%	5.2%
ROE (摊薄)	21.3%	12.8%	12.4%	11.8%	11.2%
经营性 ROIC	16.2%	10.5%	10.3%	10.6%	10.9%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	52%	52%	51%	51%	52%
流动比率	0.93	1.17	1.21	1.26	1.29
速动比率	0.72	0.92	0.98	1.04	1.10
归母权益/有息债务	3.36	3.09	3.71	5.26	5.61
有形资产/有息债务	7.55	7.11	8.48	12.00	13.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	106,559	119,690	130,499	142,638	159,206
货币资金	7,706	11,159	11,750	15,611	23,964
交易性金融资产	2,382	1,458	1,458	1,458	1,458
应收账款	4,163	4,513	4,752	4,942	5,142
应收票据	1,306	612	644	670	697
其他应收款 (合计)	293	117	124	129	134
存货	11,366	12,262	12,905	13,390	13,952
其他流动资产	16,704	14,399	21,067	26,370	31,961
流动资产合计	50,041	58,334	66,713	76,732	91,645
其他权益工具	40	42	45	42	43
长期股权投资	545	726	726	726	726
固定资产	43,531	49,493	49,774	50,268	50,712
在建工程	7,407	6,248	7,484	8,612	9,358
无形资产	4,498	4,551	4,460	4,366	4,279
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	201	37	511	511	511
非流动资产合计	56,518	61,356	63,786	65,906	67,561
总负债	55,709	62,097	66,929	72,769	82,824
短期借款	8,437	4,615	2,995	0	0
应付账款	8,608	10,479	11,028	11,442	11,922
应付票据	9,702	15,937	16,772	17,402	18,133
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9,494	5,875	16,343	24,668	33,444
流动负债合计	53,629	49,997	54,967	60,755	70,771
长期借款	1,123	10,913	11,213	11,513	11,813
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	947	1,055	744	496	235
非流动负债合计	2,080	12,100	11,962	12,014	12,053
股东权益	50,850	57,592	63,571	69,869	76,382
股本	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909
公积金	15,164	15,431	16,114	16,828	17,433
未分配利润	23,314	27,566	32,060	36,831	41,910
归属母公司权益	45,410	49,939	55,117	60,601	66,286
少数股东权益	5,441	7,653	8,453	9,268	10,096

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.24%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%
管理费用率	1.88%	1.05%	1.05%	1.05%	1.05%
财务费用率	0.15%	-0.01%	0.22%	0.12%	0.02%
研发费用率	3.55%	3.83%	3.83%	3.83%	3.83%
所得税率	12%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.29	0.24	0.24	0.25	0.26
每股经营现金流	1.06	1.37	1.44	2.16	2.24
每股净资产	7.41	7.23	7.98	8.77	9.59
每股销售收入	27.93	24.33	25.62	26.64	27.72

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	3	6	5	5	5
PB	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.0	5.6	5.4	4.8	4.2
股息率	5.5%	4.5%	4.5%	4.7%	4.9%

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。

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