

# 华菱钢铁 (000932.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 迈向中高端，蜕变正当时

### 事件

公司发布 2023 半年报，1H23 实现营收 795.56 亿元，同减 6%；实现归母净利润 25.68 亿元，同减 24.42%；实现扣非归母净利润 24.88 亿元，同减 33.28%；2Q23 实现营收 396.62 亿元，环减 0.58%，实现归母净利润 18.8 亿元，环增 175.4%。

### 评论

**成本压力缓解，公司业绩持续领先同行。**上半年钢铁供需压力仍存，钢价下降，全国粗钢产量 5.36 亿吨，同增 1.3%，消费量 4.94 亿吨，同降 1.9%，出口同增 31.3%。上半年公司品种钢销量 854 万吨，占比达到 63%，较 22 年提升 3pcts，实现 5 大类产品 8 个钢种国产替代进口。原材料端公司粉矿、炼焦煤、冶金煤采购成本分别同降 3.9%、18%、25.2%，成本压力有所缓解。公司持续推进产品结构升级以及深入降本，上半年净利润继续领先同行，凸显韧性，2023 实现盈利环比大幅回升，降本效果显著；资产负债率 53.2%，较历史高值降低 33.7pcts，继续维持稳健。

**产线装备升级，品种结构向中高端迈进。**公司瞄准品质升级需求，加快产线结构升级，为向中高端化迈进提供基础。华菱湘钢精品高速线材生产线项目进入主体设备安装阶段，建成投运后主要生产高端弹簧钢、轴承钢等高端产品；华菱连钢冷轧硅钢产品一期项目第一步工程于 23 年 6 月底投产，达产达效后将实现年产 20 万吨无取向硅钢成品；同时冷轧硅钢产品二期项目开工并有序推进；华菱衡钢产线升级改造加速推进；汽车板公司二期项目投产并引进安赛乐米塔尔创新性的镀层技术以及第三代超高强钢生产技术，顺利完成热成型钢试生产，加快产线和产品认证工作。**产品升级为驱，机制改革为轴，蜕变正当时。**公司作为行业龙头，盈利韧性显现的同时，实施产品升级，硅钢、汽车板、特钢棒线材的逐步投产，使得公司产品向高端化迈进，同时公司多年坚持强激励，硬约束以及极致降本增效，筑牢公司持续增长的基本面，公司正迎来蜕变的转型期。

### 盈利预测&投资建议

预计公司 23-25 年归母净利润分别为 65.33 亿元、68.73 亿元、69.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.95 元、1.00 元、1.01 元，对应 PE 分别为 6.2 倍、5.9 倍、5.8 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

钢铁置换产能释放再超预期；下游需求不及预期。

### 金属材料组

分析师：李超 (执业 S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋 (执业 S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.86 元

### 相关报告：

1.《华菱钢铁公司点评：业绩韧性强，品种结构迈向中高端》，2023.3.24



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	171,575	168,636	169,200	170,700	173,560
营业收入增长率	47.24%	-1.71%	0.33%	0.89%	1.68%
归母净利润(百万元)	9,680	6,379	6,533	6,873	6,993
归母净利润增长率	51.36%	-34.10%	2.42%	5.20%	1.75%
摊薄每股收益(元)	1.401	0.923	0.946	0.995	1.012
每股经营性现金流净额	0.94	1.37	1.49	1.90	1.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.32%	12.77%	12.13%	11.85%	11.25%
P/E	3.65	5.09	6.20	5.89	5.79
P/B	0.78	0.65	0.75	0.70	0.65

来源：公司年报、国金证券研究所

### 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>116,528</b>	<b>171,575</b>	<b>168,636</b>	<b>169,200</b>	<b>170,700</b>	<b>173,560</b>	货币资金	7,541	7,706	11,159	12,615	15,875	19,337
增长率	47.2%	-1.7%	0.3%	0.9%	1.7%		应收款项	12,285	15,022	13,165	14,296	14,423	14,665
主营业务成本	-99,743	-149,314	-150,885	-150,588	-151,582	-153,948	存货	10,605	11,366	12,262	12,130	12,210	12,400
%销售收入	85.6%	87.0%	89.5%	89.0%	88.8%	88.7%	其他流动资产	8,390	15,948	21,748	20,119	20,143	20,203
毛利	16,785	22,260	17,751	18,612	19,118	19,612	流动资产	38,820	50,041	58,334	59,159	62,651	66,605
%销售收入	14.4%	13.0%	10.5%	11.0%	11.2%	11.3%	%总资产	42.8%	47.0%	48.7%	48.4%	49.1%	49.9%
营业税金及附加	-669	-756	-666	-668	-674	-685	长期投资	609	693	875	875	875	875
%销售收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	46,481	50,938	55,741	57,363	59,190	61,187
销售费用	-409	-407	-461	-462	-466	-474	%总资产	51.2%	47.8%	46.6%	47.0%	46.4%	45.8%
%销售收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	4,613	4,517	4,558	4,585	4,613	4,640
管理费用	-2,891	-3,215	-1,765	-1,771	-1,878	-1,996	非流动资产	51,921	56,518	61,356	63,005	64,859	66,882
%销售收入	2.5%	1.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	%总资产	57.2%	53.0%	51.3%	51.6%	50.9%	50.1%
研发费用	-4,333	-6,078	-6,441	-6,463	-6,657	-6,856	<b>资产总计</b>	<b>90,741</b>	<b>106,559</b>	<b>119,690</b>	<b>122,164</b>	<b>127,510</b>	<b>133,487</b>
%销售收入	3.7%	3.5%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	短期借款	10,710	12,373	5,262	5,327	4,964	4,849
息税前利润 (EBIT)	8,484	11,805	8,418	9,248	9,443	9,601	应付款项	21,182	23,855	31,663	29,283	29,484	29,951
%销售收入	7.3%	6.9%	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%	其他流动负债	13,271	17,400	13,073	12,650	12,739	12,875
财务费用	-598	-263	18	-216	-257	-272	流动负债	45,163	53,629	49,997	47,259	47,188	47,675
%销售收入	0.5%	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	长期贷款	2,729	1,123	10,913	10,913	10,913	10,913
资产减值损失	-67	-62	-130	-248	-2	-4	其他长期负债	4,323	958	1,187	1,184	1,181	1,179
公允价值变动收益	-25	-10	-68	0	0	0	负债	52,215	55,709	62,097	59,356	59,282	59,767
投资收益	38	133	147	147	147	147	<b>普通股股东权益</b>	<b>33,684</b>	<b>45,410</b>	<b>49,939</b>	<b>53,859</b>	<b>57,983</b>	<b>62,179</b>
%税前利润	0.5%	1.1%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	其中：股本	6,129	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909
营业利润	8,117	11,950	8,714	9,261	9,661	9,802	未分配利润	15,214	23,314	27,566	31,486	35,609	39,805
营业利润率	7.0%	7.0%	5.2%	5.5%	5.7%	5.6%	少数股东权益	4,841	5,441	7,653	8,949	10,245	11,541
营业外收支	-85	-6	-40	-50	-50	-50	<b>负债股东权益合计</b>	<b>90,741</b>	<b>106,559</b>	<b>119,690</b>	<b>122,164</b>	<b>127,510</b>	<b>133,487</b>
税前利润	8,032	11,944	8,673	9,211	9,611	9,752	<b>比率分析</b>						
利润率	6.9%	7.0%	5.1%	5.4%	5.6%	5.6%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-1,067	-1,477	-999	-1,382	-1,442	-1,463	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.3%	12.4%	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.043	1.401	0.923	0.946	0.995	1.012
净利润	6,964	10,468	7,675	7,829	8,169	8,289	每股净资产	5.496	6.573	7.228	7.796	8.393	9.000
少数股东损益	569	788	1,296	1,296	1,296	1,296	每股经营现金净流	1.961	0.943	1.369	1.487	1.901	1.971
归属于母公司的净利润	<b>6,395</b>	<b>9,680</b>	<b>6,379</b>	<b>6,533</b>	<b>6,873</b>	<b>6,993</b>	每股股利	0.210	0.290	0.240	0.378	0.398	0.405
净利率	5.5%	5.6%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	18.99%	21.32%	12.77%	12.13%	11.85%	11.25%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	7.05%	9.08%	5.33%	5.35%	5.39%	5.24%
净利润	6,964	10,468	7,675	7,829	8,169	8,289	投入资本收益率	13.28%	16.08%	10.08%	9.93%	9.53%	9.11%
少数股东损益	569	788	1,296	1,296	1,296	1,296	<b>增长率</b>						
非现金支出	3,395	3,320	3,524	3,898	3,948	4,281	主营业务收入增长率	8.58%	47.24%	-1.71%	0.33%	0.89%	1.68%
非经营收益	454	103	-1	966	956	940	EBIT增长率	-1.94%	39.15%	-28.69%	9.86%	2.11%	1.68%
营运资金变动	1,205	-7,376	-1,740	-2,420	58	107	净利润增长率	45.63%	51.36%	-34.10%	2.42%	5.20%	1.75%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>12,018</b>	<b>6,515</b>	<b>9,457</b>	<b>10,273</b>	<b>13,131</b>	<b>13,617</b>	总资产增长率	9.42%	17.43%	12.32%	2.07%	4.38%	4.69%
资本开支	-4,237	-4,563	-6,094	-5,350	-5,850	-6,350	<b>资产管理能力</b>						
投资	-509	-570	-7,758	0	0	0	应收账款周转天数	10.0	7.4	9.4	10.0	10.0	10.0
其他	-132	265	-74	147	147	147	存货周转天数	34.9	26.9	28.6	30.0	30.0	30.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,878</b>	<b>-4,868</b>	<b>-13,926</b>	<b>-5,204</b>	<b>-5,704</b>	<b>-6,204</b>	应付账款周转天数	22.5	18.9	23.1	25.0	25.0	25.0
股权募资	0	0	1,248	0	0	0	固定资产周转天数	132.9	92.6	107.1	107.7	108.1	108.0
债权募资	-1,497	-237	3,042	65	-362	-115	<b>偿债能力</b>						
其他	-5,131	-1,329	1,478	-3,676	-3,802	-3,834	净负债/股东权益	20.44%	6.70%	6.18%	3.45%	-2.13%	-6.83%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6,629</b>	<b>-1,566</b>	<b>5,768</b>	<b>-3,611</b>	<b>-4,164</b>	<b>-3,949</b>	EBIT利息保障倍数	14.2	44.9	-467.2	42.8	36.7	35.3
<b>现金净流量</b>	<b>589</b>	<b>191</b>	<b>1,535</b>	<b>1,459</b>	<b>3,263</b>	<b>3,464</b>	资产负债率	57.54%	52.28%	51.88%	48.59%	46.49%	44.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-29	增持	7.48	N/A
2	2022-01-28	增持	5.51	N/A
3	2022-05-01	增持	5.84	N/A
4	2023-03-24	增持	5.49	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806