

2023年8月24日

公司研究

业绩表现大超预期，特钢特质进一步显现

——华菱钢铁（000932.SZ）2023年中报点评

要点

事件：2023H1 公司实现营业收入 795.56 亿元，同比-6.00%；实现归母净利润 25.68 亿元，同比-32.79%。2023Q2 公司实现营业收入 396.62 亿元，同比-8.87%，环比-0.58%；实现归母净利润 18.80 亿元，同比+9.94%，环比+172.99%。

业绩显著跑赢行业、显著超预期，特钢特质进一步显现。在二季度诸多钢厂预亏的大背景下，公司二季度以及中报的业绩表现显得更加靓丽。公司在 2020 年年报时首次提出“下一步，公司将基于高端定位和个性化需求持续提升品种钢占比，推动品种结构升级，加快产品由‘优钢’向‘特钢’领域转型”，2023 年上半年公司的品种钢占比达到 63%，较 2022 年提升 3 个百分点、较 2019 年提升 18 个百分点。公司在 2023 年中报中明确提出，“构建了在市场变化时‘东方不亮西方亮’的新发展格局”。

衡钢（管材）和 VAMA（汽车板）表现尤其靓丽。2023H1 公司长材、板材、管材销量同比分别-3.09%、+0.94%、+5.56%；吨售价分别-5.65%、-12.03%、-0.21%；吨毛利同比分别-31.73%、-22.64%、+35.57%。2023H1 衡钢、VAMA 子公司净利润同比分别+88.72%、+139.02%至 4.43、10.24 亿元，湘钢、涟钢净利润同比分别-39.10%、-67.14%至 11.53、5.37 亿元。

钢铁产品销量中房地产领域的占比已下降至 10.6%。公司坚持“高端+差异化”研发策略，2023 年上半年，公司继续推动产品结构向高端集聚，打造能源用钢、海洋工程、工程机械、汽车用钢、高建桥梁等多个细分市场“隐形冠军”，公司的下游销量分布：房地产 10.6%、基建 11.0%、船舶及海工 10.2%、能源及电力 18.6%、工程机械 8.4%、汽车 12.7%、高建及桥梁 8.3%、金属制品 9.2%、家电 3.9%、其他装备制造 5.9%、其他 1.3%。

奖惩机制、降本措施进一步完善。2023H1 公司持续降本增效，从工序、能源、财务三方面进行降本，工序成本同比再下降 30 元/吨、自发电量达到 43.73 亿 kWh，同比+1.67%，财务费用同比下降 92.75%至 247 万元；此外，公司持续深化“硬约束、强激励”机制，坚持“年度考核、位数淘汰”，2023 年上半年 15 名中层管理人员因业绩不佳被调整。

盈利预测、估值与评级：由于钢铁行业需求下滑，盈利能力走弱，我们分别下调公司 2023-2025 年归母净利润预测 18.63%、15.93%、16.02%至 55.63、59.97、62.16 亿元，考虑到华菱钢铁后续品种钢占比有望持续攀升，产品结构或将持续升级，业绩稳定性优势将进一步凸显，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	171,176	168,099	159,584	163,987	170,037
营业收入增长率	47.22%	-1.80%	-5.07%	2.76%	3.69%
净利润（百万元）	9,680	6,379	5,563	5,997	6,216
净利润增长率	51.36%	-34.10%	-12.79%	7.81%	3.65%
EPS（元）	1.58	0.92	0.81	0.87	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.32%	12.77%	10.33%	10.27%	9.85%
P/E	3.7	6.3	7.3	6.8	6.5
P/B	0.8	0.8	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 2023-08-23

增持（维持）

当前价：5.86 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebsecn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

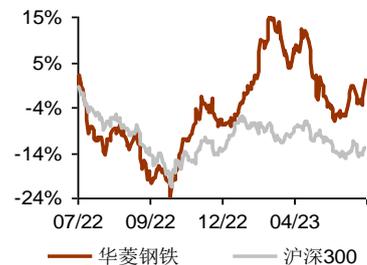
021-52523812

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元):	404.85
一年最低/最高(元):	3.68/6.22
近 3 月换手率:	48.32%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.11	26.80	37.12
绝对	12.26	28.88	34.22

资料来源：Wind

相关研报

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（2023-05-04）

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）

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	2023Q2
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	395.10
同比增长率	-8%	32%	63%	63%	63%	8%	6%	-6%	-20%	22%	-3%	-9%
毛利	40.55	36.25	46.69	67.10	54.28	51.97	48.34	46.95	38.87	39.37	29.50	44.23
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%	11.19%
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	1.13
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	-0.28
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	4.28
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	15.62
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%	5.25%
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	24.81
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	18.80
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%	4.76%
同比增长率	81%	56%	81%	86%	21%	23%	3%	-51%	-40%	-35%	-67%	10%
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	18.44
期末净资产	362	385	405	450	487	509	530	538	557	576	602	610
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%	12.34%
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%	53.20%
自由现金流	10.55	51.33	-43.54	43.1	5.6	14.4	(11.8)	21.1	28.3	(4.0)	(45.7)	19.5

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 2：2023H1 华菱钢铁主要子公司净利润及同比（亿元，%）

	2023H1	2022H1	同比
华菱衡钢	4.43	2.35	88.72%
VAMA	10.24	4.28	139.02%
华菱湘钢	11.53	18.93	-39.10%
华菱涟钢	5.37	16.33	-67.14%

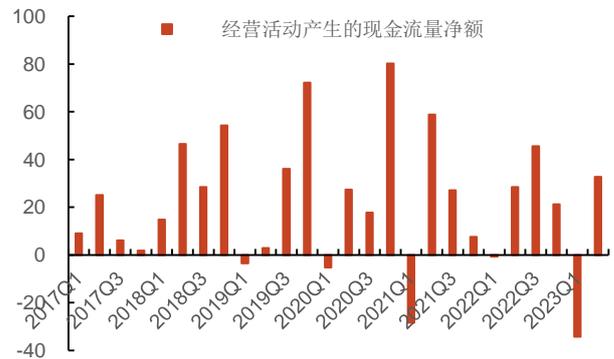
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 1：2017 年以来公司季度归母净利润及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2017 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

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	159,584	163,987	170,037
营业成本	149,173	150,745	143,127	146,355	151,481
折旧和摊销	3,224	3,376	3,413	3,526	3,646
税金及附加	756	666	632	1,148	1,190
销售费用	407	461	415	410	408
管理费用	3,215	1,765	1,660	1,689	1,734
研发费用	6,078	6,441	6,115	6,284	6,516
财务费用	263	-18	544	505	491
投资收益	133	147	147	147	147
营业利润	11,950	8,714	7,558	8,005	8,628
利润总额	11,944	8,673	7,515	7,975	8,590
所得税	1,477	999	865	918	989
净利润	10,468	7,675	6,650	7,057	7,601
少数股东损益	788	1,296	1,087	1,060	1,385
归属母公司净利润	9,680	6,379	5,563	5,997	6,216
EPS(元)	1.58	0.92	0.81	0.87	0.90

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,515	9,457	9,992	10,726	10,775
净利润	9,680	6,379	5,563	5,997	6,216
折旧摊销	3,224	3,376	3,413	3,526	3,646
净营运资金增加	8,819	1,976	-464	698	1,468
其他	-15,208	-2,273	1,480	506	-555
投资活动产生现金流	-4,868	-13,926	-5,877	-5,674	-5,655
净资本支出	-4,563	-6,094	-5,102	-5,099	-5,101
长期投资变化	545	726	-700	-700	-700
其他资产变化	-850	-8,558	-74	125	145
融资活动现金流	-1,566	5,768	684	-3,299	773
股本变化	780	0	0	0	0
债务净变化	-3,378	2,679	2,588	-1,203	3,000
无息负债变化	6,872	3,710	-3,003	953	875
净现金流	191	1,535	4,799	1,754	5,893

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	12.9%	10.3%	10.3%	10.8%	10.9%
EBITDA 率	8.9%	7.0%	7.1%	7.3%	7.5%
EBIT 率	7.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.3%
税前净利润率	7.0%	5.2%	4.7%	4.9%	5.1%
归母净利润率	5.7%	3.8%	3.5%	3.7%	3.7%
ROA	9.8%	6.4%	5.4%	5.4%	5.4%
ROE (摊薄)	21.3%	12.8%	10.3%	10.3%	9.9%
经营性 ROIC	14.8%	9.7%	9.0%	9.2%	9.5%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	52%	52%	50%	47%	47%
流动比率	0.93	1.17	1.30	1.46	1.60
速动比率	0.72	0.92	1.05	1.19	1.33
归母权益/有息债务	3.36	3.09	2.87	3.33	3.07
有形资产/有息债务	7.55	7.11	6.37	7.12	6.56

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	124,266	129,637	139,589
货币资金	7,706	11,159	15,958	17,713	23,606
交易性金融资产	2,382	1,458	1,458	1,421	1,374
应收账款	4,163	4,513	4,284	4,402	4,565
应收票据	1,306	612	581	597	619
其他应收款 (合计)	293	117	112	115	119
存货	11,366	12,262	11,636	11,902	12,323
其他流动资产	16,704	14,399	12,696	13,576	14,786
流动资产合计	50,041	58,334	60,347	63,429	71,225
其他权益工具	40	42	45	42	43
长期股权投资	545	726	1,426	2,126	2,826
固定资产	43,531	49,493	49,610	49,880	50,229
在建工程	7,407	6,248	7,311	8,108	8,706
无形资产	4,498	4,551	4,559	4,562	4,570
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	201	37	207	207	207
非流动资产合计	56,518	61,356	63,919	66,209	68,364
总负债	55,709	62,097	61,682	61,433	65,308
短期借款	8,437	4,615	4,203	0	0
应付账款	8,608	10,479	9,949	10,174	10,530
应付票据	9,702	15,937	15,131	15,473	16,015
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9,494	5,875	4,172	4,392	4,695
流动负债合计	53,629	49,997	46,412	43,316	44,403
长期借款	1,123	10,913	13,913	16,913	19,913
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	947	1,055	1,353	1,199	987
非流动负债合计	2,080	12,100	15,271	18,117	20,905
股东权益	50,850	57,592	62,584	68,205	74,281
股本	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909
公积金	15,164	15,431	15,987	16,587	17,208
未分配利润	23,314	27,566	30,914	34,875	38,945
归属母公司权益	45,410	49,939	53,844	58,405	63,096
少数股东权益	5,441	7,653	8,740	9,800	11,185

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.24%	0.27%	0.26%	0.25%	0.24%
管理费用率	1.88%	1.05%	1.04%	1.03%	1.02%
财务费用率	0.15%	-0.01%	0.34%	0.31%	0.29%
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	0.21	0.22	0.24
每股经营现金流	1.06	1.37	1.45	1.55	1.56
每股净资产	7.41	7.23	7.79	8.45	9.13
每股销售收入	27.93	24.33	23.10	23.74	24.61

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	4	6	7	7	7
PB	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.7	6.4	6.5	6.1	5.7
股息率	4.9%	4.1%	3.5%	3.8%	4.1%

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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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的具体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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP