

2023年9月8日

## 公司研究

## 由“普”向“特”，有底有劲

## ——华菱钢铁（000932.SZ）投资价值分析报告

## 要点

**钢铁行业由“普”转“特”是大势所趋。**（1）中国房地产新开工面积已在2019年达峰，这意味着房地产用钢的前景将受到制约，制造业用钢前景会相对更好，其对特钢需求的带动将明显优于普钢；（2）日本的经验显示，当新开工面积在1973年达峰之后，该国特钢的产量和占比均逆普钢而上升，特钢产量由1973年的916.10万吨攀升到1983年的1328.40万吨，特钢占粗钢比例由1973年的6.01%提升到1983年的13.67%、再到2018年的19.99%，而2022年中国重点优特钢企业特钢粗钢（除普通及优质非合金钢、低合金钢）占比仅为5.11%。

**华菱由“普”转“特”的势头强劲。**（1）华菱的品种钢产量占比已由2012年的14%提升至2022年的60%、钢铁产品2022年平均售价已在22家主要上市钢企排名第二；（2）公司在《2022年环境、社会责任和公司治理报告》中明确指出品种钢“已具备与特钢产品相似的特点”，而相对于普钢而言，特钢定价更加稳定，竞争激烈程度要弱一些、盈利也更加有保障；（3）华菱由“普”转“特”的四大支撑：“硬约束、强激励”管理机制、高研发投入、高资本支出、持久的合作伙伴技术支持。

**华菱由“普”转“特”的风险和收益。**（1）由于华菱在2010年以前的十余年资本支出较大，在2012-2016年行业低谷期间，华菱经营陷入困境，资产负债率最高达到86.90%（2016年），一度濒临置出钢铁资产的境地；（2）2017年起，钢铁行业景气度回升，华菱钢铁业务资产盈利能力逐步得以释放，单季度归母净利润底部从3.08亿元（2017Q1）提升至6.89亿元（2023Q1）；2017-2022年公司ROIC平均为14.75%，在22家上市钢企中排名第4位。

**2022年华菱钢铁吨钢利润高出行业平均199元。**2022年钢材产品与中钢协重点钢企吨钢利润之差（199元），华菱吨钢售价位列可比企业第2位，高于可比公司吨钢售价均值1093元；华菱吨钢成本位列可比公司第3位，高于可比公司吨钢成本均值625元。如若按照2022年，公司钢材产品与中钢协重点钢企吨钢利润之差（199元）、公司钢材产品产量（2657万吨）、归母净利润/营业利润比值（73.55%）、归母净资产（499亿元）作为基数计算，则公司超额归母净利润为38.94亿元，对应ROE为7.80%。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司2023-2025年归母净利润预测分别为55.63、59.97、62.16亿元，华菱钢铁作为行业龙头，且后续产品结构中品种钢占比有望持续提升，业绩稳定性优势或将进一步凸显，故维持公司“增持”评级。

**风险提示：**制造业需求表现不及预期；产品结构升级的进程效果不及预期；管理效率出现波动；产成品定价政策和原材料的采购节奏把握不当。

## 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	159,585	163,996	170,122
营业收入增长率	47.22%	-1.80%	-5.06%	2.76%	3.74%
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	4.0	6.8	7.8	7.3	7.0
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-09-04

## 增持（维持）

当前价：6.32元

## 作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

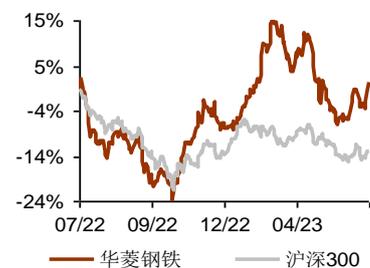
021-52523812

modai@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元)	436.63
一年最低/最高(元)	3.68/6.42
近3月换手率	52.72%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.77	28.29	42.10
绝对	6.79	33.42	43.53

资料来源：Wind

## 相关研报

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（2023-08-24）

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年一季度报点评（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）

## 投资聚焦

### 关键假设

#### (1) 产量方面

公司产品结构持续优化，湘钢、涟钢、vama 产能持续投放，我们预测公司 2023-2025 年板材销量（与产量相同）分别为 1466、1520、1594 万吨；受长材需求走弱影响，其销量（与产量相同）逐步下降分别为 1008、1003、998 万吨；管材销量（与产量相同）分别为 179、181、182 万吨。

#### (2) 价格方面

受制于地产基建需求表现较弱，钢价下跌，预计公司长材、板材价格 2023 年一定程度回落，而后随着公司品种钢占比持续攀升，产品结构持续优化，长材、板材价格在 2024-2025 年小幅回升，预测 2023-2025 年公司板材价格同比-11.1%、+0.9%、+1.3%至 5273、5320、5389 元/吨，长材价格同比变化-11.2%、+0.5%、+1.0%至 3901、3921、3960 元/吨，不同于长板材，管材景气度持续向好，预测 2023-2025 年管材价格同比变化+2.0%、+2.0%、+2.0%至 8373、8541、8712 元/吨。

### 我们与市场的不同之处

- (1) 目前市场普遍认为华菱是普钢企业，而我们在本文明确指出，在新开工达峰后的大背景下，特钢会崛起，占华菱总产量 60%的品种钢和特钢有相似之处，盈利相对更加稳定、抗市场波动能力更强。
- (2) 华菱在普钢向特钢转型的过程经历了高资本开支、高研发投入，风险和机遇并存，为公司建立了较高的竞争壁垒。
- (3) 通过对华菱产品价格以及盈利能力优势的分析，认为在当前行业利润低点，华菱钢铁相较于行业平均水平仍能实现超额归母净利润 38.94 亿元，对应 ROE 为 7.80%。

### 股价上涨的催化因素

近期地产相关利好政策逐步落地，市场对于顺周期板块关注度攀升，或将进一步加大对于顺周期相关标的的配置。

### 估值与评级

我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 55.63、59.97、62.16 亿元，华菱钢铁作为行业龙头，且后续产品结构中品种钢占比有望持续提升，业绩稳定性优势或将进一步凸显，故维持公司“增持”评级。

# 目 录

<b>1、钢铁由“普”转“特”：大势所趋、投资所向</b>	<b>6</b>
1.1、特钢 VS 普钢：受益于制造业升级、更抗经济波动	6
1.2、日本的启示一：普钢见顶后，特钢迎良机	7
1.3、日本的启示二：特钢中长流程、板材占比较高	8
<b>2、华菱是新一代“普”转“特”典型：四大支撑</b>	<b>9</b>
2.1、近年来，公司“普”转“特”势头强劲	9
2.2、支撑要素之一：持续高研发投入	10
2.3、支撑因素之二：早期引入外资技术支持	11
2.4、支撑因素之三：高额资本支出	12
2.5、支撑因素之四：“硬约束、强激励”的管理机制	13
<b>3、华菱由“普”转“特”的风险和收益</b>	<b>14</b>
3.1、风险：行业盈利大幅走弱时，华菱连续 2 年亏损	14
3.2、收益：2022 年公司吨钢超额盈利达 199 元	16
<b>4、盈利预测与估值</b>	<b>17</b>
4.1、盈利预测	17
4.2、估值方法	19
4.3、估值结论与投资评级	21
<b>5、风险分析</b>	<b>21</b>
<b>6、附：公司基本情况</b>	<b>22</b>

## 图目录

图 1: 2021 年特钢行业下游需求分布 .....	6
图 2: 2018 年钢铁行业下游需求分布 .....	6
图 3: 主要工业化大国人均钢铁消费峰值 (kg) .....	7
图 4: 日本钢产量与日本房地产新开工套数 (亿吨, 万套) .....	7
图 5: 1960-2022 年日本热轧特钢产量及占比 (万吨, %) .....	8
图 6: 近 20 年我国重点优特钢企业粗钢产量及占比 (亿吨, %) .....	8
图 7: 2022 年日本特殊钢产量中长流程、短流程占比 .....	8
图 8: 2022 年中国粗钢产量中短流程占比仅 9.7% .....	8
图 9: 2008 年日本特殊热轧钢材按品种占比 .....	9
图 10: 2004-2022 年我国重点优特钢企业钢材产量分品种占比 .....	9
图 11: 2012-2022 年公司品种钢销量占比 .....	9
图 12: 2013-2022 年主要板材企业研发投入/营业收入比例 .....	11
图 13: 2020-2022 年主要上市钢铁企业研发费用率均值 (%) .....	11
图 14: 2017-2022 年 VAMA 营收、净利润、净利润率情况 (亿元, %) .....	12
图 15: 2001-2010 年上市普钢企业资本开支/净资产均值 .....	13
图 16: 2001-2010 年上市普钢企业资本开支/营业收入均值 .....	13
图 17: 2013-2022 年华菱、普钢行业人均薪资 (万元) .....	14
图 18: 2022 年上市普钢企业人均薪酬 (万元) .....	14
图 19: 2000-2022 年华菱资产负债率与普钢行业均值水平对比 .....	15
图 20: 2000-2022 年华菱 ROIC 与行业平均值水平对比 .....	15
图 21: 2000-2022 年公司归母净利润 (亿元) .....	15
图 22: 2013-2023Q2 公司季度归母净利润 (亿元) .....	15
图 23: 2013-2022 年公司财务费用及财务费用率 (亿元, %) .....	16
图 24: 2013-2022 年主要钢企财务费用率 (%) .....	16
图 25: 2022 年华菱吨钢价格处于上市可比企业第 2 位 (元/吨) .....	16
图 26: 2013-2022 年华菱吨钢价格及与钢价指数比值 (元/吨, %) .....	16
图 27: 2013-2022 年华菱及中钢协重点企业吨钢利润对比 (元) .....	17
图 28: 2022 年华菱吨钢成本处于上市可比企业第 3 位 (元/吨) .....	17
图 29: 公司股权结构图 (截至 2023 年 6 月 30 日) .....	22

## 表目录

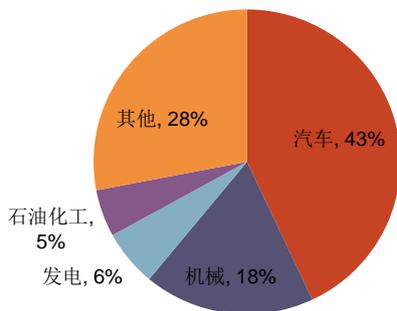
表 1: 普钢与特钢产品特征对比.....	6
表 2: 2022 年公司钢材、品种钢下游销量分布及占比 (万吨, %) .....	10
表 3: 主要基地及子公司技改、新增产能计划.....	10
表 4: 近 5 年公司各基地新产品开发、进口替代等突破汇总.....	11
表 5: VAMA 高管团队背景 .....	12
表 6: 1999-2010 年公司募集资金情况及对应技改项目 .....	13
表 7: 各基地及子公司薪酬激励计划 .....	14
表 8: 2021-2025 年公司产品价格及预测 (元/吨) .....	17
表 9: 2021-2025 年公司产品销量及预测 (万吨) .....	17
表 10: 2021-2025 年公司产品成本及预测 (元/吨) .....	18
表 11: 2021-2025 年公司产品毛利率及预测 (%) .....	18
表 12: 2021-2025 年公司其他业务营收及毛利率预测 (亿元, %) .....	18
表 13: 2021-2025 年公司期间费用率及预测 (%) .....	19
表 14: 2021-2025 年公司营业收入、归母净利润及 EPS 预测 (亿元, 元/股) .....	19
表 15: 可比公司估值表 (元/股, 倍) .....	20
表 16: 绝对估值核心假设表 .....	20
表 17: 现金流折现及估值表 .....	21
表 18: 敏感性分析表 (针对不同 WACC 和长期增长率) (元) .....	21
表 19: 绝对估值法结果 (元) .....	21
表 20: 2016-2022 年华菱各个主要子公司净利润 (亿元) .....	22

# 1、钢铁由“普”转“特”：大势所趋、投资所向

## 1.1、特钢 VS 普钢：受益于制造业升级、更抗经济波动

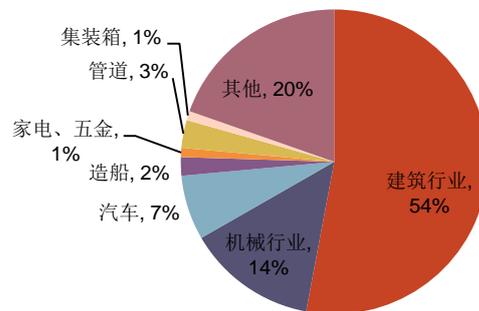
特钢是指具有特殊的化学成分和冶金质量要求、特殊的组织形态及性能，采用特殊的冶炼、加工、热处理装备和工艺生产的一类用以制造特殊装备及关键零部件的钢铁产品。由于特钢的物理以及化学性能都优于普钢，特钢行业下游需求分布主要是高端制造业。2021年特钢的下游需求分布为：汽车（43%）、机械（18%）、发电（6%）、石油化工（5%）及其他（28%）。

图 1：2021 年特钢行业下游需求分布



资料来源：中国特钢行业协会，光大证券研究所

图 2：2018 年钢铁行业下游需求分布



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

相较于普钢而言，特钢企业盈利能力受经济周期影响小，当市场需求萎缩时，不会单纯降价、而会通过限制产量，来维护市场稳定。根据中国冶金报《特钢行业较高的抗冲击能力从何而来》一文，我们可以将原因归纳为以下几点：

(1) 市场对特钢的需求是多品种、小批量的，因为特钢应用领域专业化更强、辐射面更窄；(2) 特钢行业更加注重差异化发展，根据自身情况分别向高端化、专业化和多功能化方向发展。因此，在具体领域和品种上，特钢产品竞争不如普钢产品激烈；(3) 特钢直供比例高，能更加真实快速地了解终端需求，避免了流通环节对供需关系的扭曲和放大，使得价格在受到市场冲击的时候仍然可以保持稳定；(4) 在特钢的战略客户中，部分高端用户更加注重产品的质量和稳定供应，这部分需求及其价格在市场遭受冲击时仍然可以保持稳定，对特钢企业的生产经营提供了有力支撑；(5) 特钢形成了资源和市场相对集中、协调的产业布局，使企业能够以集团的形式应对市场的变化，避免了各个企业之间的恶性竞争局面。

表 1：普钢与特钢产品特征对比

	普钢	特钢
下游	建筑行业占比 54% (2018 年)	汽车及机械占比 61% (2021 年)
产品	标准化	定制程度高、附加值高
生产方式	同质性强、产量高	多品种、小批量
销售方式	经销为主	直供终端
定价方式	随行就市	定价稳定
竞争格局	竞争激烈	差异化竞争，话语权高

资料来源：Mysteel，中国特钢行业协会，中国冶金报《特钢行业较高的抗冲击能力从何而来》，光大证券研究所

## 1.2、日本的启示一：普钢见顶后，特钢迎良机

我们从两个角度来推算中国钢铁业的消费峰值：

A. 从人均钢铁消费量的国际比较来推测中国钢铁业的消费峰值。中国 2020 年人均钢铁消费量为 691kg，与美国峰值水平持平，已显著高于德国、法国、英国，但仍低于日本、韩国。考虑到中国的国土面积与美国相当，中国的人均钢铁消费峰值与美国接近，也就是说中国的钢铁消费峰值接近见顶。

B. 从最大的关联产业房地产行业的消费峰值来推导出钢铁的消费峰值。根据日本的经验来看，房屋新开工套数在 1972 年达到历史峰值，该年套户比为 1.04。此后，日本的房屋新开工套数整体呈现震荡下行，1980 年的房屋新开工套数较 1972 年峰值下降 36%。

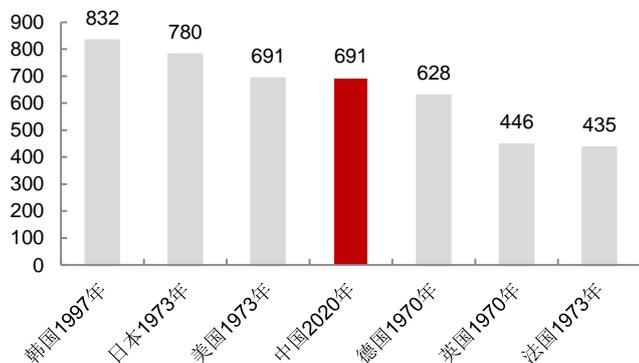
从日本等发达经济体房地产市场的发展历程来看，大规模的住房建设基本出现在住房总量不足的阶段，当户均住房超过 1 套后，将会出现住房建设峰值。

日本的房地产新开工套数是在 1972 年达到历史峰值，而钢铁消费量则是在 1973 年达到。1973-1983 年期间，日本新屋开工套数下降 31.73%，粗钢产量下降 18.56%。

根据住建部住房政策专家委员会副主任、全国房地产商会联盟主席顾云昌 2018 年 10 月在博智宏观论坛的报告<sup>1</sup>，中国的城镇住宅套户比在 2018 年已经接近 1.1 套，人均建筑面积接近 40 平方米。

按照日本的房地产业发展经验，这意味着中国的房地产新开工面积已在峰值区间。因此，中国钢铁业大概率也步入了峰值区间。2022 年，我国房屋新开工面积大幅下滑至 12.06 亿平方米，较 2019 年我国房屋新开工面积最高点 (22.72 亿平方米) 下降 46.91%。

图 3：主要工业化大国人均钢铁消费峰值 (kg)



资料来源：IISI、光大证券研究所

图 4：日本钢产量与日本房地产新开工套数 (亿吨, 万套)



资料来源：国际钢铁协会、日本国土交通省、光大证券研究所，截至 2021 年

当传统普钢行业发展成熟后，特钢将迎来显著高增时期。特钢产量占粗钢总产量比例是反映一个国家钢铁工业发展水平的重要指标，该比值上升显示行业由弱向强逐步转变。

以日本为例，1972 年房地产新开工套数达峰后，粗钢产量于 1973 年见顶，(1) 但是热轧特殊钢产量延续稳定增长态势，由 1973 年的 916.10 万吨增长 45.01% 至 1983 年的 1328.40 万吨，并在 2008 年达到峰值 (2178 万吨)；(2) 1960-1973 年热轧特殊钢占粗钢比例稳定在 5-9% 区间，1983 年提升到了

<sup>1</sup><https://finance.sina.com.cn/roll/2018-10-17/doc-ihmhafis1536959.shtml>

13.67%，较 1973 年提升 7.66pct，并在 2018 年达到最高点 19.99%，2022 年该比例小幅回落至 18.93%。

我国优特钢企业钢材产量逐年攀升，但占粗钢总产量比例仍旧较低。2022 年，我国重点优特钢企业粗钢产量 1.46 亿吨，占我国粗钢总产量比例仅为 14.40%，但该统计口径仍包含大量非特钢材，如果除去普通及优质非合金钢、普通及优质低合金钢后的特钢产量占我国粗钢总产量比例仅为 5.11%。

当前我国普钢行业需求基本见顶，且行业产能产量双控成为新常态，未来增量空间有限，当前存量钢铁产品以普钢为主，由“普”转“特”或将进一步提升钢铁行业盈利能力。

图 5：1960-2022 年日本热轧特钢产量及占比（万吨，%）



资料来源：日本钢铁工业协会，光大证券研究所

图 6：近 20 年我国重点优特钢企业粗钢产量及占比（亿吨，%）



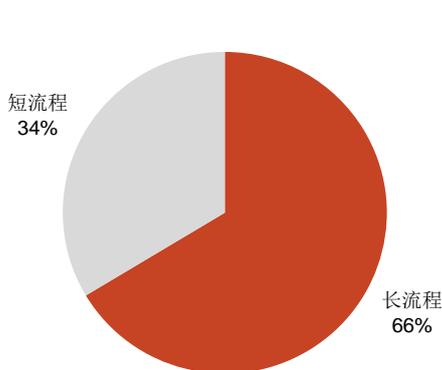
资料来源：中国特钢工业协会，光大证券研究所

### 1.3、日本的启示二：特钢中长流程、板材占比较高

根据刘浏《高品质特殊钢生产流程技术研究》，美国、德国、瑞典等欧美发达国家由于工业化水平高，劳动力成本高，废钢价格一般低于铁水价格，短流程的生产成本低于长流程，因此这些地区的国家多选择短流程炼钢发展特钢行业。

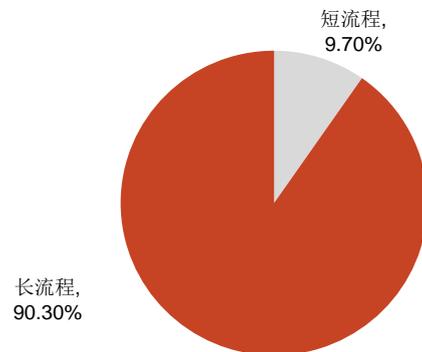
而日本的煤、铁资源高度依赖进口，造成铁水与废钢价格差别不大，特钢生产以长流程为主，2022 年日本长流程特钢比例高达 66.40%。由于我国废钢资源短缺，短流程生产成本并不占优势，2022 年短流程粗钢总量占比仅为 9.70%。

图 7：2022 年日本特殊钢产量中长流程、短流程占比



资料来源：日本钢铁工业协会，光大证券研究所

图 8：2022 年中国粗钢产量中短流程占比仅 9.7%

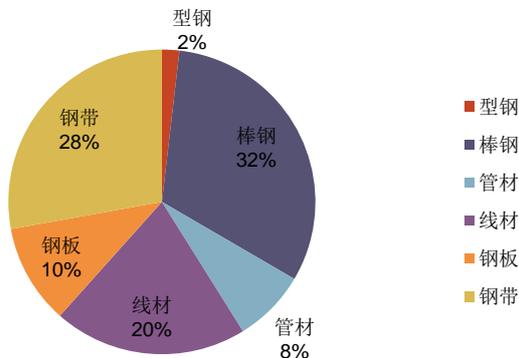


资料来源：中国冶金报社，光大证券研究所

根据冶金工业信息标准研究院苏亚红《日本特殊钢市场及发展分析》数据，2008 年，日本特殊热轧钢材中板带材占比达到 38.44%；中国特钢工业协会数据显示，重点钢企优特钢企业钢材产量中板带材占比从 2004 年 25% 提升到了 2022

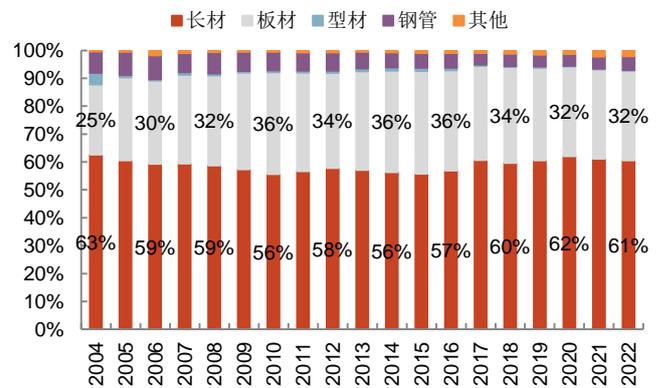
年 32%。参考日本发展经验，我们认为中国应根据自身情况（废钢资源短缺、优特钢中板材占比高）大力发展以长流程工艺为主的特钢。

图 9：2008 年日本特殊热轧钢材按品种占比



资料来源：苏亚红《日本特殊钢市场及发展分析》，光大证券研究所

图 10：2004-2022 年我国重点优特钢企业钢材产量分品种占比



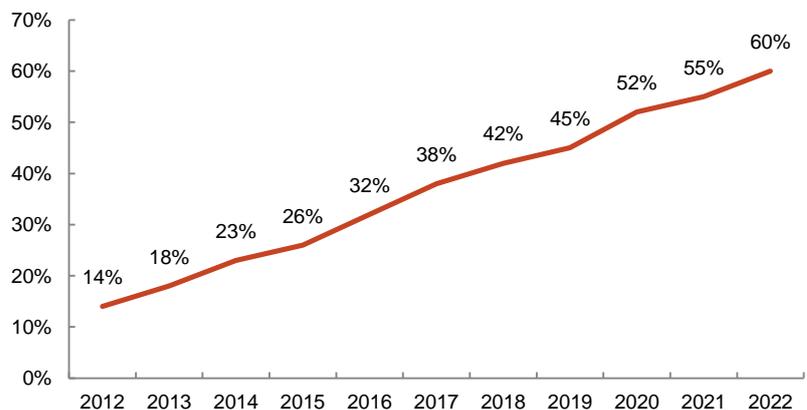
资料来源：中国特钢工业协会，光大证券研究所

## 2、华菱是新一代“普”转“特”典型：四大支撑

### 2.1、近年来，公司“普”转“特”势头强劲

公司在 2022 年《环境、社会责任和公司治理报告》中明确指出：“在集成产品开发 (IPD) 机制的加成下，公司产品直供比例和品种钢销量占比不断提升，已具备与特钢产品相似的特点”，2022 年，高附加值、高技术含量、高盈利能力品种钢销量占比由 2012 年的 14%提升到了 60%。

图 11：2012-2022 年公司品种钢销量占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

截至 2022 年，公司钢材销量下游分布为：能源电力 18.3%、汽车 12.5%、基础设施 11.7%、房地产 11.3%、船舶及海工 10.6%、基建及桥梁 9.2%、工程机械 8.1%、金属制品 7.6%、装备制造 5.7%、家电 3.7%、其他 1.1%。

公司坚持市场导向，以客户为中心，扩大有效和高端供给，以优异的产品、稳定的质量、超预期的服务，在能源与油气、造船和海工、基建和桥梁、机械、汽车和家电等细分领域，突破关键核心技术制约，建立了领先优势，打造了一批“隐形冠军”产品，带动产品结构由中低端同质化向中高端精品差异化的转变。

表 2：2022 年公司钢材、品种钢下游销量分布及占比（万吨，%）

不同品种钢材	销量	钢材下游分布	销量	品种钢下游分布	销量	该下游品种钢销量占比
棒材	691	能源电力	486	能源油气+电工钢	376	78%
线材	371	船舶及海工	281	造船与海工	146	52%
宽厚板	606	基础设施	311	基础设施	0	0%
热轧板卷	450	房地产	300	房地产	0	0%
冷轧板卷	178	工程机械	215	工程机械	208	97%
无缝钢管	177	汽车	332	汽车	290	88%
镀层钢板	182	高建及桥梁	244	桥梁与高建	213	88%
		金属制品	202	金属制品	158	79%
		家电	98	家电	63	64%
		其他	35	其他	12	41%
		装备制造	151	装备制造	122	81%
钢材总销量	2655	钢材总销量	2655	品种钢总销量	1588	60%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司产品结构持续优化。2022 年 4 月衡钢正式启动产线改造工程；2022 年 6 月，涟钢开工建设电工钢一期，预计将于 2023 年年内新增 20 万吨无取向硅钢、10 万吨无取向硅钢冷硬卷、9 万吨取向硅钢冷硬卷，并于 2025 年初建设完成电工钢二期，届时预计新增 40 万吨无取向硅钢、20 万吨无取向硅钢冷硬卷、18 万吨取向硅钢冷硬卷；2022 年 9 月，湘钢启动建设产能规模 60 万吨的高速线材轧制生产线，预计于 2023 年 9 月投产。

表 3：主要基地及子公司技改、新增产能计划

持股比例	子公司	2023 年主要技改、产能新增计划
100%	华菱湘钢	2022 年 9 月，华菱湘钢启动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，预计于 2023 年 9 月投产。
100%	华菱涟钢	2022 年 6 月，涟钢开工建设电工钢一期项目，项目产品主要定位中高牌号无取向电工钢及取向电工钢，将生产部分电工钢成品，有利于进一步加快华菱涟钢品种结构升级，预计 2023 年内完成实现新增年产 20 万吨无取向硅钢、10 万吨无取向硅钢冷硬卷、9 万吨取向硅钢冷硬卷，并于 2025 年初完成新增年产 40 万吨无取向硅钢、20 万吨无取向硅钢冷硬卷、18 万吨取向硅钢冷硬卷。
86%	华菱衡钢	控股股东湖南钢铁集团向华菱衡钢增资 10 亿元，助力其提升在产业链中的话语权，2022 年 4 月衡钢正式启动产线改造工程，改造完成后将有效降低能耗和工序成本，进一步提高产品质量和竞争力。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

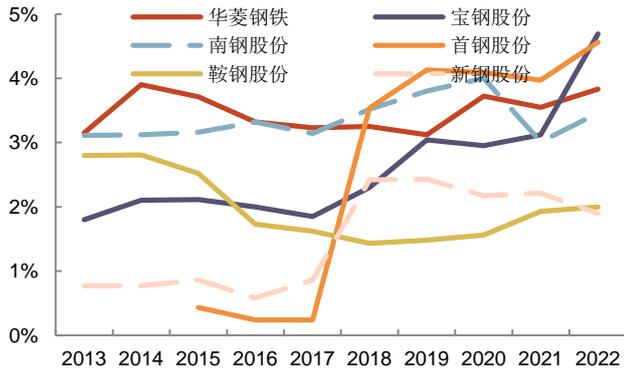
## 2.2、支撑要素之一：持续高研发投入

自 2013 年起，公司在销研产一体化方面强力推进集成产品开发机制（IPD），组建以研发、生产、销售、市场为一体的 IPD 项目研发攻关小组，要求项目小组 3-6 个月出成果，并在开发产品的全生命周期内给予项目小组成员一定提成激励，促使产品研发成果快速落地。

集成产品开发（IPD）运作模式的重要特征是专业订制、精准供给，用户与钢厂之间的“黏度”大大增强，客户订单的“点菜式”管理，使公司下属各子公司的生产组织难度成倍增加，小批量、多品种多规格的订单要保证及时交付。这意味着从产品研发到计划排产，从生产组织到订单兑现，从产品外发到技术服务都要进行整合优化。

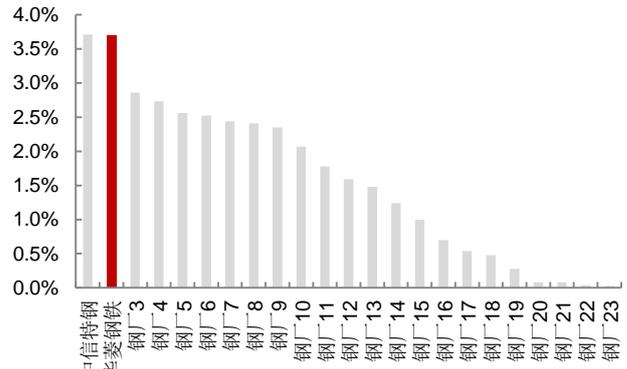
近十年，公司研发投入处于较高水平。2013-2022 年，公司研发投入占营业收入比例均值为 3.48%，长期处于主要上市板材企业高位水平。2020-2022 年，华菱研发费用率均值（3.69%）位居上市普钢企业首位，略低于中信特钢（3.71%）。

图 12: 2013-2022 年主要板材企业研发投入/营业收入比例



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

图 13: 2020-2022 年主要上市钢铁企业研发费用率均值 (%)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

IPD 机制及高研发投入效果显著。近 5 年来, 华菱主要基地在新产品开发、进口替代方面均有显著成效, 多项产品市占率居国内首位。

表 4: 近 5 年公司各基地新产品开发、进口替代等突破汇总

基地及子公司	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
湘钢	开发了超级耐磨钢、特厚 F 级船板、特厚齿条钢等高端品种, 量取得历史突破, 高端汽车齿簧扁钢、高档冷锻钢等批量供货汽车零部件终端客户	中厚板实现品种规格全覆盖, S420 级海工板填补国内空白; 开发了钢级深水导管架空白; 开发了汽车轴类用钢、电磁纯铁超低碳钢等品种, 连杆用钢和齿轮钢成功应用到发动机和齿轮主流终端客户, 打入乘用车主机厂等新市场	桥梁钢销量突破 100 万吨, 市场占有率稳居国内第一; 成功开发了汽车悬架用弹簧扁钢、高合金管坯等高端个性化品种, 通过了红旗、长安、吉利等车企认证	成功开发了 144mm 超厚水电钢、高等级耐候桥梁钢、4800mm 超宽车厢用耐磨钢、汽车凸轮轴用钢等新品种	开发了 90mm 集装箱船用钢、高强度移动罐车用钢、汽车发动机凸轮轴用钢、转向节用钢等新品种, 造船与海洋工程用钢、桥梁用钢、工程机械用钢市场份额全国第一
涟钢	成功试制超低温压力容器用高锰钢并填补国内空白, 9Ni 钢通过美国 ABS 船级社认证	冷热中高碳产品满足了高端工模具需求, 实现双金属带锯进口替代	开发新产品 57 个, 超高档次中高碳钢、高强耐磨钢、高强工程机械用钢等 17 大重点产品实现了替代进口	耐磨钢系列等 6 个产品进入冶金产品实物质量品牌培育推荐产品和品牌培育认定产品公示名单	开发的工程机械用超高强钢 600-1300MPa 低应力吊臂板, 国内市场占有率超 40%, 成为徐工集团、三一重工、中联重科的战略合作伙伴; 薄规格耐磨用钢市场占有率超过五成; 17 项重点产品替代进口
衡钢	HSG3 特殊扣系列化稳步推进, 储氢气瓶管交付首单, 高强度气瓶管迈上 1100MPa 等级, 690 钢级起重机臂架用方管打开风电安装船市场	HSG3 特殊扣实现量产	荣获第六届“中国工业大奖表彰奖”	高强度高韧性套管攻克“超深、超高压、超高温”三超钻探难题, 在“亚洲陆上第一深井”下井成功	开发的超临界电站锅炉用耐热钢管 P91 在国内市场占据主导地位并大量出口, P92 钢管成功替代进口
VAMA	完成钢种认证 21 项, 汽车板销量 92.55 万吨, 汽车板销量占比进一步提升至 80%	实现汽车全年完成钢种认证 21 项, 专利产品第二代铝硅镀层热成形钢 Usibor@2000 实现量产应用	Usibor@2000 全球首次批量供应主机厂旗舰车型	专利产品 USIBOR1500 销量释放, 产品技术优势显现	产品认证取得突破

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

## 2.3、支撑因素之二：早期引入外资技术支持

早在 2005 年初, 华菱控股股东与米塔尔钢铁公司 (2007 年更名为安赛乐米塔尔) 签订了《股份转让合同》, 将其持有的华菱钢铁 31.43% 股权转让给米塔尔钢铁公司, 但 2006 年我国规定外商投资钢铁行业不允许控股, 故米塔尔公司逐步减持华菱。目前华菱与安赛乐米塔尔的合作仅剩 VAMA 汽车板项目, 截至 2022 年底安赛乐米塔尔在 VAMA 汽车板子公司中持股比例为 50%。

2014 年 6 月建成投产的汽车板合资公司 VAMA 实现与全球优秀的钢铁企业安赛乐米塔尔新技术同步共享、新产品同步上市, VAMA 高管团队中, 分管市场营销、技术、财务的高管均来自安赛乐米塔尔。

表 5: VAMA 高管团队背景

高管	姓名	背景
总经理兼首席执行官	周鉴	毕业于武汉钢铁学院。历任涟钢三炼钢工程师、车间主任，生产部党委书记，能源部部长，品质部党委书记，技术中心常务副主任，硅钢项目部负责人，炼轧厂厂长、党委书记，总师办副总工程师，210 转炉厂厂长、党委书记，涟钢副总经理。
党委书记/首席运营官	欧云飞	历任涟钢焦化厂机械技术员，涟钢冷轧项目部项目区域组长，涟钢冷轧板厂设备材料科科长、厂长助理、副厂长兼党委副书记、纪委书记、工会主席，涟钢机动设备部部长，涟钢采购部(进出口部)部长、党委书记。
首席市场营销官	泽尔根	于 2003 年 8 月加入安赛乐米塔尔集团，曾担任过安米扁平碳素钢科隆驻点工程师，2011 年至 2018 年 1 月担任 VAMA 首席技术官一职；2017 年 7 月至今担任 VAMA 首席市场营销官，主要负责带领 VAMA CMO 团队推动商业计划的制定和实施、牵头开展高层商务磋商和谈判、组织安排市场信息的收集和战略定位分析等工作，从而实现可持续盈利和良好的市场营销运作。
首席技术官/工会主席	李翔	具有超过十年在安赛乐米塔尔公司工作的经验，在汽车产品开发，工艺优化提升，品质管理方面具有丰富的经验。主要负责 VAMA 资产相关的技术协调、产品开发、产品质量和控制，以及 IT 系统的开发和采购，负责从安赛乐米塔尔到 VAMA 的技术合作及授权，以满足客户对先进材料，高端质量、创新产品和创新解决方案的需求。
首席行政官	刘哲	历任涟钢技校教师，涟钢宣传部记者，涟钢团委干事、科长、副书记、书记，涟钢品质部党委书记、第一副部长，涟钢房地产公司经理、执行董事，涟钢双菱实业有限公司经理、执行董事，涟钢纪委书记、监察审计部部长。
首席财务官	潘云龙	2022 年 10 月 10 日加入安赛乐米塔尔。在此之前，他先后在德尔福公司、百事可乐、沃尔沃建筑设备投资有限公司、万达集团财务中心担任财务分析规划、财务副总裁、副总经理等多个岗位，拥有 25 年的财务从业经验；在这些岗位上，他负责公司财务管理、公司收购、海外市场拓展、财务战略管理等多项重点工作。

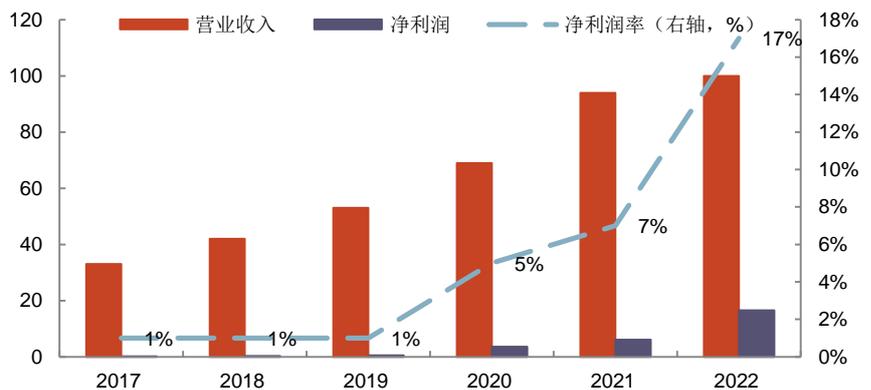
资料来源：公司官网，光大证券研究所

通过技术引进和转让，安赛乐米塔尔协助 VAMA 建立整体质量控制和研发体系。在 VAMA 所有产品的开发方面，安赛乐米塔尔提供有力支持，以确保 VAMA 的产品具有安赛乐米塔尔产品相同的质量水平。

2022 年，VAMA 新增取得钢种认证 21 项，其中全球强度最高的第二代热冲压用钢 Usibor2000AS 产品获得蔚来汽车、理想汽车、广汽乘用车等知名主机厂认证通过，并成为国内首家通过福特全球 Q1 认证的钢材供应商。

2022 年底，汽车板公司二期项目投产，2023 年 1 月 3 日实现第一卷钢成功下线，镀锌线和连退线产能由 115 万吨提升到 160 万吨，并引进第三代冷成形超高强钢和锌镁合金镀层高端汽车板产品，进一步满足新能源汽车领域高速发展需求。2022 年 VAMA 子公司归母净利润为 16.52 亿元，同比增长达 168.99%，创历史最好水平，VAMA 汽车板子公司净利率为 16.45%。

图 14: 2017-2022 年 VAMA 营收、净利润、净利润率情况 (亿元, %)

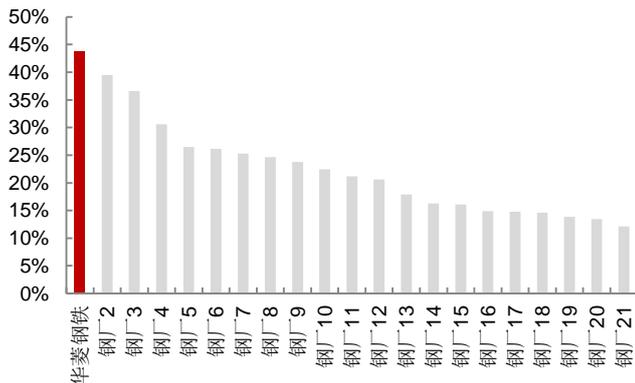


资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2.4、支撑因素之三：高额资本支出

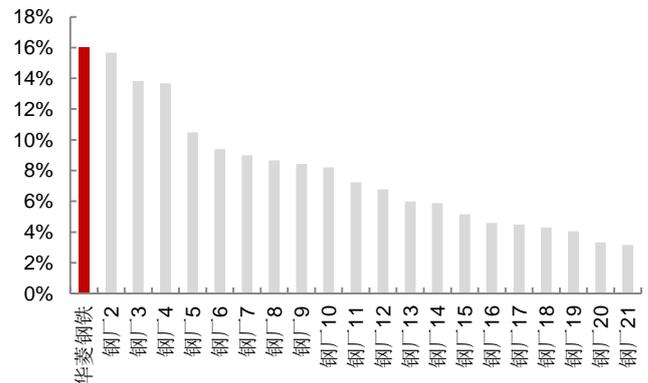
2001-2010 年，公司总资本开支达到 512 亿元，居上市普钢企业第 3 位，资本开支/净资产均值为 44%，资本开支/营业收入均值为 16%，位列上市普钢企业第 1 位，为公司后期转型打下坚实基础。

图 15: 2001-2010 年上市普钢企业资本开支/净资产均值



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 2001-2010 年上市普钢企业资本开支/营业收入均值



资料来源: Wind, 光大证券研究所

高资本开支与公司大规模技改项目有关。1999-2010 年, 公司通过增发、可转债、非公开发行等多种方式募集资金 71.57 亿元, 进行固定资产投资技术改造。

表 6: 1999-2010 年公司募集资金情况及对应技改项目

年份	方式	资金 (亿元)	技改项目
1999	公开发行	10.25	(1) 参股衡阳华菱钢管有限公司; (2) 收购湖南湘钢华光线材 75%; (3) 涟钢事业部炼钢转炉改造; (4) 控股方式兼并长沙铜铝材厂; (5) 湘钢事业部连轧机方坯连铸“双加”工程及连铸坯热送连轧配套项目; (6) 湘钢事业部转炉煤气回收工程; (7) 湘钢事业部转炉溅渣护炉技改
2002	增发	11.16	(1)超薄板带钢轧机一期工程; (2)湘钢事业部淘汰平炉, 以转代平工程; (3)湘钢事业部 Ø250 线材轧机一火成材技术改造项目; (4)衡钢事业部冷拔高精度管工程; (5)衡钢事业部出口钢管包装线技改工程; (6)增加对湖南华菱光远钢管有限公司的投资; (7)投资 2,000 万元参与组建北京华菱远景电子商务有限公司; 除投资 2,000 万元参与组建北京华菱远景电子商务有限公司由于由于数字化读物出版体系项目的市场背景已有所变化, 该项目发展前景不明朗尚未实施的外, 其他募集资金使用项目均取得了明显的经济效益。
2004	可转债	20	(1) 薄板公司建设薄板项目二期工程; (2) 湘钢“精品工程”技术改造项目 (连铸高效化技术改造项目、棒材生产线全连轧技术改造项目、加热炉节能改造项目); (3) Ø100 无缝钢管机组技术改造项目; (4) 华菱光远建设高效换热器铜盘管改造项目; (5) ERP 整合系统技术改造项目
2007	非公开发行	30.16	(1) 收购华菱集团持有的湘钢 12.27%、涟钢 6.23%、华菱薄板 10.55% 股权; (2) 向湘钢、涟钢增资建设宽厚板二期工程、焦化干熄焦工程、RH 真空精炼炉工程

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

公司经过高起点、高强度、大规模的技术改造, 形成了以华菱湘钢五米宽厚板、华菱涟钢 2250 热连轧机和冷轧、华菱钢管 720 大口径轧管机组、VAMA 酸轧机组以及立式镀锌线等为代表的现代化生产线, 实现了工艺现代化、装备大型化、操作自动化和管理精益化, 工艺装备达到国内领先水平。

同时, 根据国家经济发展转型升级及终端客户个性化需求, 公司加快产线结构升级调整, 华菱湘钢中小棒特钢轧制线及宽厚板热处理调质线、华菱涟钢棒三线及高强钢热处理线、华菱衡钢 180 机组高品质钢管智能热处理、汽车板二期项目等技改项目均按期投产, 助推公司产品向高端方向转型。

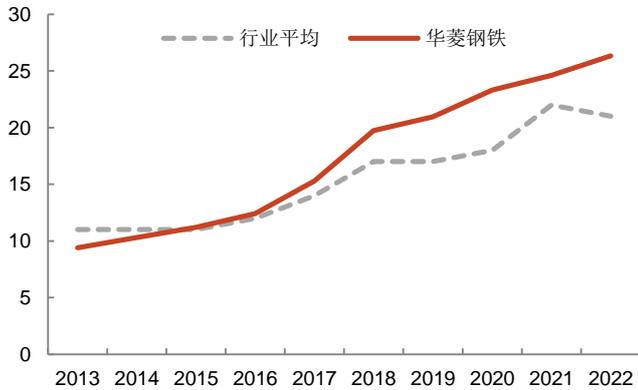
## 2.5、 支撑因素之四: “硬约束、强激励” 的管理机制

公司持续“硬约束、强激励”机制, 坚持“年度综合考核、尾数淘汰”, 激发中高层班子敢于担当、创新求变的工作热情。对绩效指标未达到 70% 的干部就地免职, “末位淘汰” 干部比例保持在 5%, 2021 年公司对 23 名中层干部予以免职、降职, 对任期届满的 13 人不再续聘, 对总部 7 名员工降级降薪或调整岗位。

实行收入与业绩指标挂钩的市场化薪酬, 子公司管理层和员工薪酬水平在当地具有明显的竞争力和激励作用, 自 2015 年起持续超过上市普钢企业人均薪酬

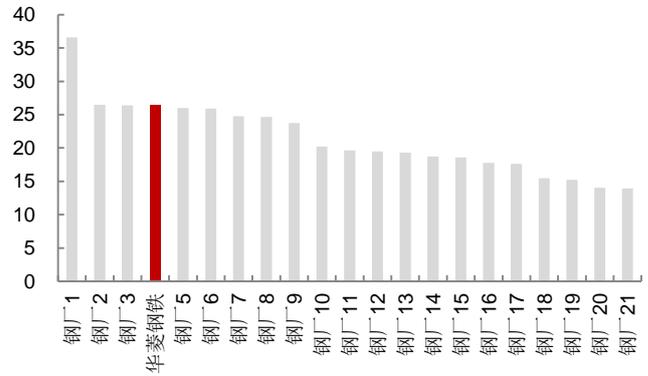
水平，2013-2022 年复合增速 12.14%，高于普钢行业人均薪酬增速（7.88%）；2022 年人均薪酬为 26.34 万元，居上市普钢企业第 4 位。

图 17：2013-2022 年华菱、普钢行业人均薪资（万元）



资料来源：公司公告，Wind，光大证券研究所

图 18：2022 年上市普钢企业人均薪酬（万元）



资料来源：公司公告，Wind，光大证券研究所

针对高精尖缺人才实行进一步差异化薪酬。《2022 年华菱环境、社会责任和公司治理报告》中详细介绍了各基地的人才激励计划，其中华菱涟钢设置了首席科学家、科学家专业职务，并发放专项津贴，首席科学家、科学家的津贴标准最高为 100 万元/年、50 万元/年，对于“高精尖缺”人才更是提出：“给荣誉（高频次宣传）、给身份（享受相关待遇）、给高薪（实行协议工资）、给房（288 m<sup>2</sup>精装复式楼）、给平台（组建工作室）、给家属就业机会（等丰厚的待遇吸引高端专业人才）”等多项激励政策。

表 7：各基地及子公司薪酬激励计划

各基地及子公司	薪酬激励计划
华菱湘钢	坚持薪酬水平与整体效益效率挂钩、以绩效为导向、向关键岗位倾斜、保持薪酬市场竞争力等原则，实行个性化薪酬体系。对首席级别核心员工实行年薪制；对首席以下级别核心员工实行在原岗位基础上叠加核心员工职责及能力薪酬；对引进的紧缺人才实行协议工资制；对技术技能人才实行攻关项目提成奖励；对参加各类竞赛获奖者，按同等获奖金额最高给予 50,000 元的额外奖励。
华菱涟钢	为进一步激发高端人才活力，打造人才创新创效高地，设置了首席科学家、科学家专业职务，并发放专项津贴，首席科学家、科学家的津贴标准最高为 100 万元/年、50 万元/年，进一步激发高技术人才创新创效动能。近年来，华菱涟钢大力实施“筑巢行动”，瞄准“高精尖缺”，通过给荣誉（高频次宣传）、给身份（享受相关待遇）、给高薪（实行协议工资）、给房（288 m <sup>2</sup> 精装复式楼）、给平台（组建工作室）、给家属就业机会（等丰厚的待遇吸引高端专业人才）；同时，“择之以才，待之以礼”，设立博士工作室，为入职博士开展经常性技术交流活动，开辟绿色通道等，激发人才的创新活力。
华菱衡钢	树立“有利润就有工资增长，无利润就没有工资增长”的理念，实现经营成果共享，经营风险共担，上涨不封顶，下降受控制；确立倾斜一线、兼顾公平的原则，在保障公平公正的同时，薪酬分配向一线和创效岗位倾斜，全力聚焦绩效主体，大幅缩减固定补贴。
vama	为充分调动员工向生产、质量、销售等各个领域的高难度目标发起挑战的积极性，设立了诺曼底项目奖，并实行项目组长负责制，按照项目类型的不同分月、季度、年度对目标完成情况实行精准激励，重点奖励为项目完成作出突出贡献的个人。

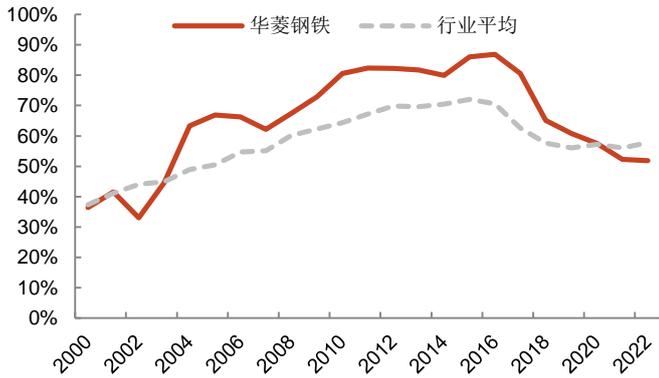
资料来源：《2022 年华菱环境、社会责任和公司治理报告》，光大证券研究所

### 3、华菱由“普”转“特”的风险和收益

#### 3.1、 风险：行业盈利大幅走弱时，华菱连续 2 年亏损

由于 2000-2010 年间大量的技改项目投资，使得华菱资产负债率居高不下，2004-2020 年华菱资产负债率均高于上市普钢企业均值水平。

图 19: 2000-2022 年华菱资产负债率与普钢行业均值水平对比



资料来源: 公司公告、Wind、光大证券研究所

图 20: 2000-2022 年华菱 ROIC 与行业平均值水平对比

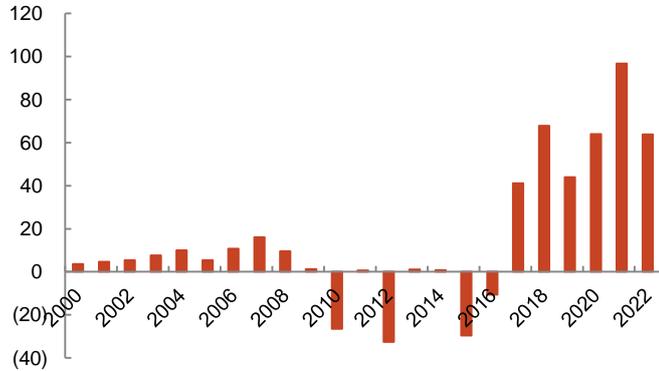


资料来源: 公司公告、Wind、光大证券研究所

2010-2016 年 7 年间华菱亏损年数达到 4 年, 其中 2015-2016 年钢铁行业景气度下行, 公司连续 2 年亏损。2016 年 3 月, 公司甚至考虑将钢铁业务相关的资产及负债出售予控股股东, 而后向包括控股股东、财信金控在内的交易对方发行股份购买金融类及节能发电类等盈利能力较强的资产。

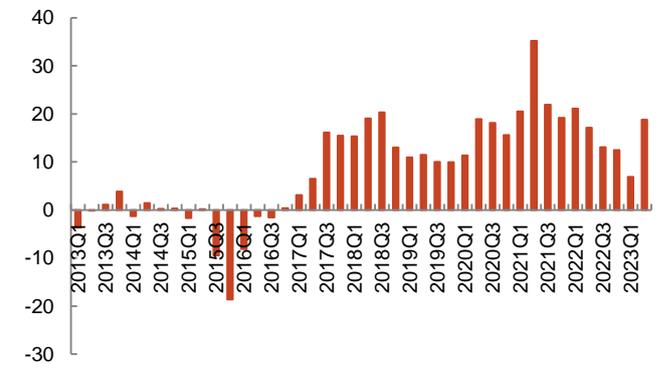
随着 2017 年起, 钢铁行业景气度回升, 华菱钢铁业务资产盈利能力逐步回升, 于 2017 年 6 月公告终止实施前述资产重组事项, 单季度盈利低点从 3.08 亿元 (2017Q1) 提升至 6.89 亿元(2023Q1)。2017-2022 年公司 ROIC 的平均值是 14.75%, 在 22 家上市钢企中排名第 4。

图 21: 2000-2022 年公司归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、光大证券研究所

图 22: 2013-2023Q2 公司季度归母净利润 (亿元)



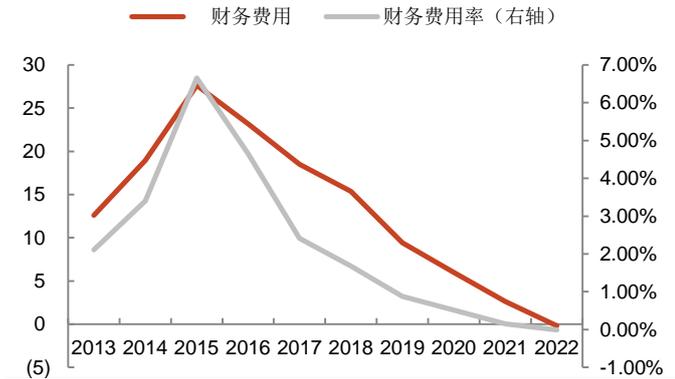
资料来源: 公司公告、Wind、光大证券研究所

近年来, 华菱钢铁通过持续稳定的盈利、开展权益性融资以及积极调整债务结构等举措, 使得资产负债结构不断优化、抗风险能力大幅增强, 财务风险明显降低。

2022 年, 公司财务费用率相较于历史最高值降低了 6.66 个百分点, 远低于宝钢 (0.42%)、南钢 (0.56%)、中信特钢 (0.35%) 同期水平; 财务费用由正转负降至-0.18 亿元, 较历史最高值降低了 27.79 亿元。

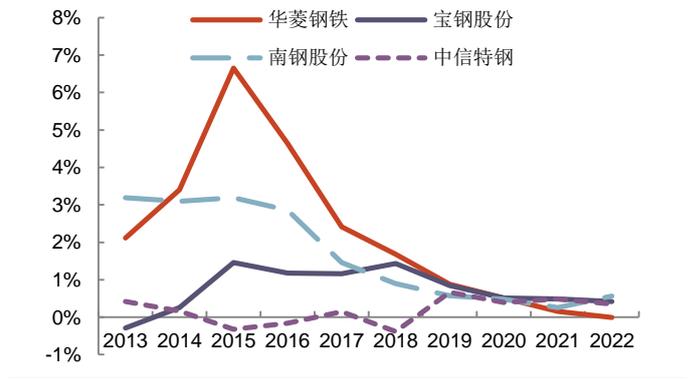
2022 年, 公司资产负债率由 2016 年的历史最高点 86.90% 降至 51.88%, 持续下降 35.02 个百分点, 较同期中钢协重点统计企业平均资产负债率低 9.85 个百分点。

图 23: 2013-2022 年公司财务费用及财务费用率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 24: 2013-2022 年主要钢企财务费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

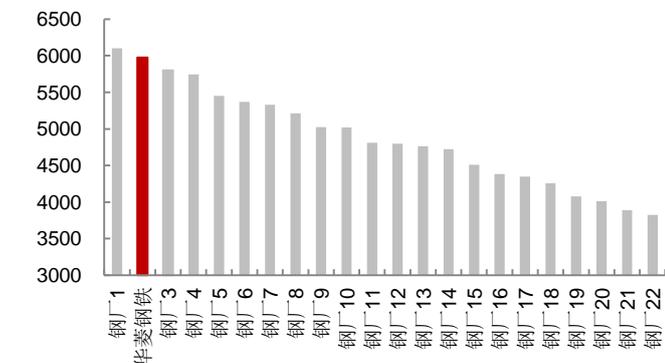
### 3.2、 收益: 2022 年公司吨钢超额盈利达 199 元

2013-2016 年, 华菱吨钢利润低于中钢协重点钢企吨钢利润, 2017 年以来华菱吨钢利润逐步高于中钢协重点钢企, 2022 年利润差达到了 199 元/吨。我们认为其中一部分超额利润主要是来自于华菱钢材产品价格以及盈利能力的提升。

#### (1) 价格方面:

产品结构持续优化带动公司钢材价格表现优于行业。2017-2022 年公司钢材产品售价复合增速为 7.28%, 远高于中钢协重点钢企吨钢价格 (6.44%), 增速差达到 0.84pct。2022 年, 华菱吨钢售价为 5976 元, 位列可比企业第 2 位, 高于可比公司吨钢售价均值 (4883 元) 1093 元。

图 25: 2022 年华菱吨钢价格处于上市可比企业第 2 位 (元/吨)



资料来源: 各个公司公告, 光大证券研究所

图 26: 2013-2022 年华菱吨钢价格及与钢价指数比值 (元/吨, %)



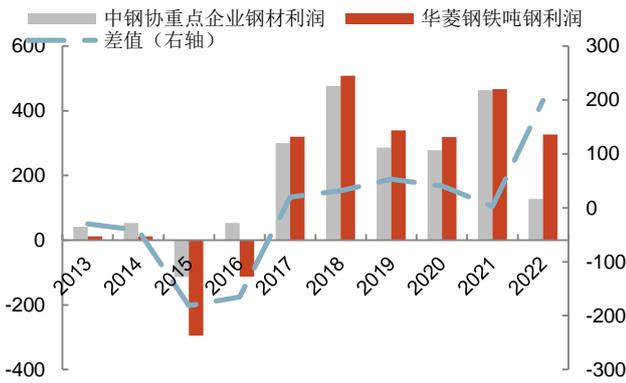
资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

#### (2) 成本方面:

2022 年, 华菱吨钢成本为 5330 元, 位列可比公司第 3 位, 高于可比公司吨钢成本均值 (4705 元) 625 元。

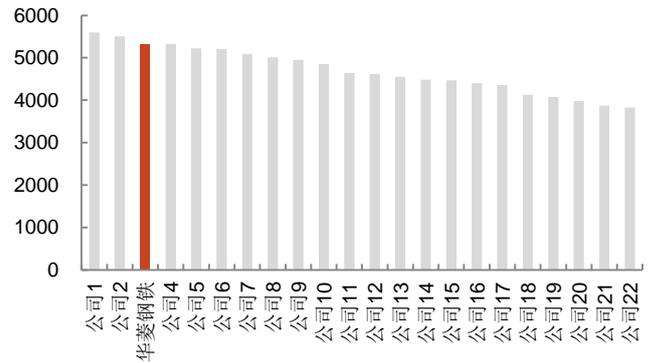
如若按照 2022 年, 公司钢材产品与中钢协重点钢企吨钢利润之差 (199 元)、公司钢材产品产量 (2657 万吨)、归母净利润/营业利润比值 (73.55%)、归母净资产 (499 亿元) 作为基数计算, 则公司超额归母净利润为 38.94 亿元, 对应 ROE 为 7.80%。

图 27：2013-2022 年华菱及中钢协重点企业吨钢利润对比 (元)



资料来源：公司公告，Wind，光大证券研究所

图 28：2022 年华菱吨钢成本处于上市可比企业第 3 位 (元/吨)



资料来源：各个公司公告，光大证券研究所

## 4、盈利预测与估值

### 4.1、盈利预测

#### (1) 价格假设：

受制于地产基建需求表现较弱，钢价下跌，预计公司长材、板材价格 2023 年一定程度回落，而后随着公司品种钢占比持续攀升，产品结构持续优化，长材、板材价格在 2024-2025 年小幅回升，预测 2023-2025 年公司板材价格同比 -11.1%、+0.9%、+1.3% 至 5273、5320、5389 元/吨，长材价格同比变化 -11.2%、+0.5%、+1.0% 至 3901、3921、3960 元/吨，不同于长板材，管材景气度持续向好，预测 2023-2025 年管材价格同比变化 +2.0%、+2.0%、+2.0% 至 8373、8541、8712 元/吨。

表 8：2021-2025 年公司产品价格及预测 (元/吨)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
板材	6186	5931	5273	5320	5389
长材	4754	4393	3901	3921	3960
管材	7682	8209	8373	8541	8712

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

#### (2) 销量假设

公司产品结构持续优化，湘钢、涟钢、VAMA 产能持续投放，预计公司粗钢产量在 2022 年的基础上小幅增长，我们预测公司 2023-2025 年板材销量（与产量相同）分别为 1466、1520、1594 万吨；由于长材需求走弱影响，我们预计长材销量（与产量相同）小幅回落分别为 1008、1003、998 万吨；管材销量（与产量相同）分别为 179、181、182 万吨。

表 9：2021-2025 年公司产品销量及预测 (万吨)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
板材	1370	1416	1466	1520	1594
长材	1041	1013	1008	1003	998
管材	164	177	179	181	182

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

#### (3) 成本假设

受原料价格下跌影响，我们预计公司长材、板材、管材成本在 2023 年将出现明显回落，2024-2025 年小幅回升。预测 2023-2025 年公司长材成本同比变动-9.8%、+0.1%、+0.9%至 3830、3835、3870 元/吨；由于公司板材、管材产品结构逐步优化，成本降幅受原料价格影响稍小，预测 2023-2025 年公司板材、管材成本同比变动-7.3%、+0.7%、+1.6%，板材成本分别为 4544、4576、4647 元/吨，管材成本分别为 6088、6132、6227 元/吨。

表 10：2021-2025 年公司产品成本及预测（元/吨）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
板材	4914	4903	4544	4576	4647
长材	4312	4248	3830	3835	3870
管材	6441	6569	6088	6132	6227

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

#### (4) 毛利率假设

由于 2023 年行业盈利处于较低水平，公司板材、长材产品盈利能力预计在 2023-2025 年先下行后上升，预计 2023-2025 年，公司板材产品毛利率为 13.82%、13.98%、13.77%；受制于地产因素限制，长材产品毛利率大幅下降至 1.81%、2.18%、2.28%；管材产品景气度较高，我们预计其毛利率提升至 27.29%、28.21%、28.52%。

表 11：2021-2025 年公司产品毛利率及预测（%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
板材	16.8%	14.56%	13.82%	13.98%	13.77%
长材	10.16%	5.89%	1.81%	2.18%	2.28%
管材	10.71%	13.63%	27.29%	28.21%	28.52%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

#### (5) 其他业务营收及毛利率：

公司其他业务收入主要来自销售材料、废钢、废料、租金与其他等，我们预计 2023-2025 年，由于公司钢材产品总体销量小幅回升，其他业务收入同比分别变化+1.25%、1.40%、1.50%至 279.92、283.84、288.10 亿元；由于公司钢材产品毛利率先降后升，毛利率分别为 3.50%、4.00%、4.50%。

表 12：2021-2025 年公司其他业务营收及毛利率预测（亿元，%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他营业收入	284.60	276.47	279.92	283.84	288.10
毛利率	7.25%	3.59%	3.50%	4.00%	4.50%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

#### (6) 期间费用率假设

由于行业盈利能力走弱，公司加强成本管控，销售费用率、管理费用率或将进一步下行，预测 2023-2025 年公司销售费用率分别为 0.26%、0.25%、0.24%，管理费用率分别为 1.04%、1.03%、1.02%；由于公司由“普”向“特”转型升级，预测 2023-2025 年公司研发费用率或将稳步上涨分别为 3.90%、3.92%、3.94%；由于利息支出增加，预测 2023 年财务费用率小幅回升至 0.34%，2024-2025 年进一步下行至 0.31%、0.29%。

表 13: 2021-2025 年公司期间费用率及预测 (%)

	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%	3.90%	3.92%	3.94%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

(7) 主要业务盈利预测:

根据对公司产品销量、毛利率及其他业务板块预测, 我们预计 2023-2025 年, 公司营业收入为 1595.85、1639.96、1701.22 亿元; 归母净利润分别为 55.63、59.97、62.16 亿元, EPS 分别为 0.81、0.87、0.90 元。

表 14: 2021-2025 年公司营业收入、归母净利润及 EPS 预测 (亿元, 元/股)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,711.76	1,680.99	1,595.85	1,639.96	1,701.22
板材	809.17	812.56	772.98	808.67	859.06
长材	499.68	457.33	393.25	393.24	395.19
管材	118.31	134.63	149.69	154.21	158.87
其他业务	284.60	276.47	279.92	283.84	288.10
归母净利润	96.80	63.79	55.63	59.97	62.16
EPS (元/股)	1.58	0.92	0.81	0.87	0.90

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

## 4.2、估值方法

### (1) 相对估值

公司作为钢铁行业板材龙头, 产品结构持续优化, 品种钢占比持续提升, 盈利能力有望进一步增强。

A 股可比公司选择钢铁行业龙头企业中信特钢、南钢股份以及宝钢股份。

中信特钢为特钢龙头企业, 工艺技术和装备具备世界先进水平, 拥有合金钢棒材、特种中厚板材、特种无缝钢管、特冶锻造、合金钢线材、合金钢大圆坯六大产品群以及调质材、银亮材、汽车零部件等深加工产品系列。

宝钢股份为普钢龙头企业, 生产高技术含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品, 主要产品被广泛应用于汽车、家电、石油化工、机械制造、能源交通等行业。

南钢股份为板材龙头企业, 公司是全球规模领先的单体中厚板生产基地之一及国内具有竞争力的特钢长材生产基地, 工艺装备水平先进, 主体装备已实现大型化、自动化和信息化。

当前股价对应 2023-2024 年可比公司平均 PE 分别为 10.7、9.1, 华菱钢铁平均 PE 为 7.8、7.3, 公司估值低于可比公司。

表 15: 可比公司估值表 (元/股, 倍)

证券代码	公司名称	收盘价 (元)			EPS (元)			PE (X)		
		2023/09/04	22A	23E	24E	22A	23E	24E		
000708.SZ	中信特钢	15.64	1.41	1.50	1.73	11.1	10.4	9.1		
600282.SH	南钢股份	3.74	0.35	0.41	0.47	10.6	9.1	7.9		
600019.SH	宝钢股份	6.63	0.55	0.52	0.65	12.1	12.6	10.2		
	平均值					11.3	10.7	9.1		
000932.SZ	华菱钢铁	6.32	0.92	0.81	0.87	6.8	7.8	7.3		

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (其中中信特钢、南钢股份、宝钢股份 EPS 为 Wind 一致预期)

## (2) 绝对估值

1. 长期增长率: 双碳政策大背景下, 钢铁行业供给预计保持平稳, 但公司作为钢铁行业龙头企业, 后续将进一步布局行业上下游, 假设其长期增长率为 1%。

2.  $\beta$ 值选取: 我们采用申万二级行业分类-钢铁行业的 $\beta$ 作为公司无杠杆 $\beta$ 的近似;

3. 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 11.51%。

表 16: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	2.60%
$\beta$ (levered)	0.84
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.24%
税率	11.51%
Kd	4.61%
Ve (百万元)	64003.85
Vd (百万元)	19855.24
目标资本结构	23.68%
WACC	5.85%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 17: 现金流折现及估值表

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	23646.30	26.73%
第二阶段	23016.89	26.02%
第三阶段 (终值)	41810.88	47.26%
企业价值 AEV	88474.08	100.00%
加: 非经营性净资产价值	(45.56)	-0.05%
减: 少数股东权益 (市值)	20341.18	-22.99%
减: 债务价值	19855.24	-22.44%
总股本价值	48232.11	54.52%
股本 (百万股)	6908.63	
每股价值 (元)	6.98	
23 年 PE (隐含)	8.67	
23 年 PE (动态)	7.85	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 18: 敏感性分析表 (针对不同 WACC 和长期增长率) (元)

WACC/长期增长率	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
4.85%	8.00	8.81	9.84	11.16	12.96
5.35%	6.85	7.48	8.25	9.22	10.47
5.85%	5.90	6.39	6.98	7.71	8.63
6.35%	5.09	5.48	5.95	6.51	7.20
6.85%	4.40	4.72	5.09	5.53	6.06

资料来源: 光大证券研究所预测

表 19: 绝对估值法结果 (元)

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	6.98	5.48 - 9.22	贴现率±0.5%, 长期增长率±0.5%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据绝对估值方法, 取 FCFF±0.5%区间为估值参考, 对应公司股价合理价值区间为 5.48-9.22 元/股。

### 4.3、估值结论与投资评级

受地产需求下滑影响, 钢铁行业盈利大幅下滑, 作为国内板材龙头企业, 华菱钢铁专注提升自身产品结构, 品种钢占比提升到了 60%, 具有较强的利润安全垫, 且未来公司高端产能将进一步释放, 盈利能力有望底部逐渐回升。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 55.63、59.97、62.16 亿元。

综合公司相对估值和绝对估值, 考虑到在行业微利背景下公司归母净利润表现有望优于行业, 且未来仍有进一步改善产品结构的预期, 维持公司“增持”评级。

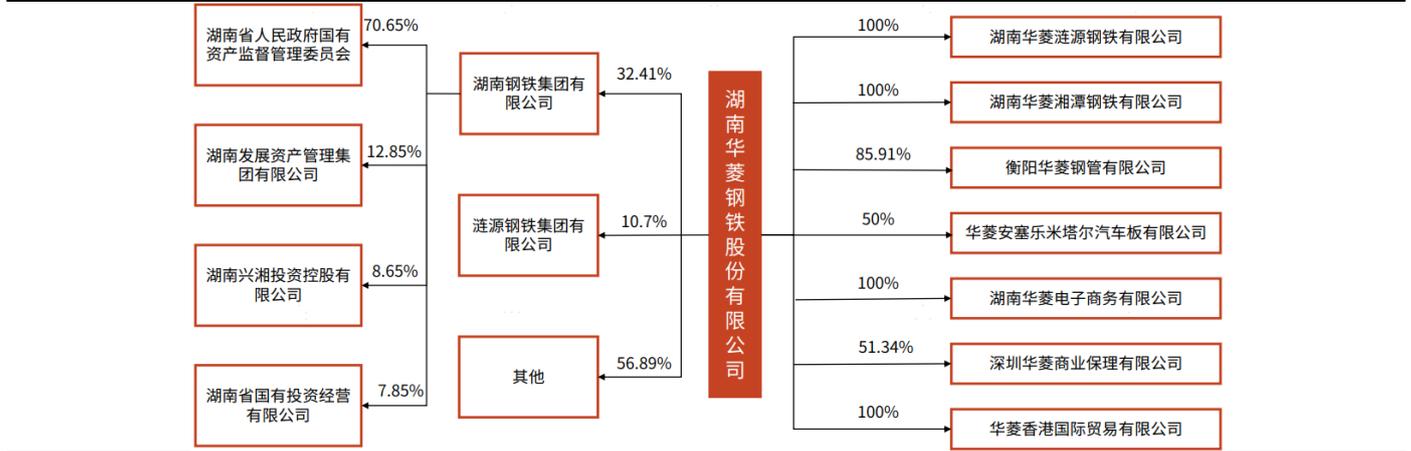
## 5、风险分析

- (1) 制造业需求表现不及预期, 导致产品价格、销量低于预期;
- (2) 产品结构升级的进程效果不及预期, 导致吨钢毛利修复程度低于预期;
- (3) 管理效率出现波动, 导致公司粗钢产量、吨钢成本表现不及预期;
- (4) 产成品定价政策和原材料的采购节奏把握不当, 造成吨钢利润大幅收窄。

## 6、附：公司基本情况

公司成立于1997年，由湖南华菱钢铁集团有限责任公司联合湘钢、涟钢、衡钢组建而成，主营业务为钢材产品的生产和销售，是全国十大钢铁企业之一，于1999年8月在深交所上市。湖南钢铁集团有限公司是公司的第一大股东，截至2023年Q2持股比例是32.41%，实际控制人是湖南省国资委。

图 29：公司股权结构图（截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2022年衡钢及VAMA两个子公司净利润分别为6.99亿元、16.52亿元，同比逆势增长达93.20%、168.99%，均创历史最好水平，衡钢及VAMA两个子公司归母净利润占公司归母净利润比例提升到22.36%，而湘钢及涟钢占比降至81.62%。

表 20：2016-2022 年华菱各个主要子公司净利润（亿元）

持股比例		净利润						
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
100%	华菱湘钢	1.19	26.09	45.79	33.74	36.79	50.61	34.56
100%	华菱涟钢	0.16	25.22	34.69	25.23	27.15	44.59	17.50
86%	华菱钢管	-13.92	0.78	5.59	6.82	2.18	3.62	6.99
50%	汽车板公司	-3.84	0.25	0.34	0.57	3.65	6.14	16.52

资料来源：公司公告，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	159,585	163,996	170,122
营业成本	149,173	150,745	143,121	146,343	151,564
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	1,191
销售费用	407	461	415	410	408
管理费用	3,215	1,765	1,660	1,689	1,735
研发费用	6,078	6,441	6,224	6,429	6,703
财务费用	263	-18	546	509	495
投资收益	133	147	147	147	147
营业利润	11,950	8,714	7,454	7,878	8,437
利润总额	11,944	8,673	7,410	7,848	8,399
所得税	1,477	999	853	903	967
净利润	10,468	7,675	6,557	6,944	7,432
少数股东损益	788	1,296	994	947	1,215
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	9,901	10,615	10,604
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	-463	701	1,481
其他	-15,208	-2,273	1,389	391	-740
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	775	-3,375	791
股本变化	780	0	0	0	0
债务净变化	-3,378	2,679	2,681	-1,296	3,000
无息负债变化	6,872	3,710	-3,004	952	894
净现金流	191	1,535	4,799	1,566	5,739

## 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%	7.2%	7.4%
EBIT 率	7.0%	5.0%	4.9%	5.1%	5.2%
税前净利润率	7.0%	5.2%	4.6%	4.8%	4.9%
归母净利润率	5.7%	3.8%	3.5%	3.7%	3.7%
ROA	9.8%	6.4%	5.3%	5.4%	5.3%
ROE (摊薄)	21.3%	12.8%	10.3%	10.3%	9.8%
经营性 ROIC	14.8%	9.7%	8.9%	9.1%	9.3%

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	1.32
归母权益/有息债务	3.36	3.09	2.86	3.33	3.07
有形资产/有息债务	7.55	7.11	6.34	7.10	6.55

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	129,450	139,275
货币资金	7,706	11,159	15,958	17,524	23,264
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	4,567
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	11,901	12,330
其他流动资产	16,704	14,399	12,696	13,578	14,803
流动资产合计	50,041	58,334	60,347	63,241	70,911
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	61,775	61,431	65,325
短期借款	8,437	4,615	4,296	0	0
应付账款	8,608	10,479	9,949	10,173	10,536
应付票据	9,702	15,937	15,131	15,471	16,023
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9,494	5,875	4,172	4,393	4,699
流动负债合计	53,629	49,997	46,504	43,315	44,423
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	1,198	984
非流动负债合计	2,080	12,100	15,271	18,116	20,902
股东权益	50,850	57,592	62,491	68,019	73,951
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	34,895	38,990
归属母公司权益	45,410	49,939	53,844	58,425	63,141
少数股东权益	5,441	7,653	8,648	9,594	10,810

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%	3.90%	3.92%	3.94%
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	0.23
每股经营现金流	1.06	1.37	1.43	1.54	1.53
每股净资产	7.41	7.23	7.79	8.46	9.14
每股销售收入	27.93	24.33	23.10	23.74	24.62

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	4	7	8	7	7
PB	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.9	6.6	6.8	6.4	6.0
股息率	4.6%	3.8%	3.2%	3.4%	3.7%

## 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。
<b>基准指数说明：</b> 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