

行业需求有望进入平稳期，公司估值回升空间大

国盛证券 2023 年 11 月 23 日

钢铁需求进入平稳期，公司成本处于偏低水平。从美国、日本及德国等发达国家长周期数据来看，粗钢产量随着经济增长与城市化的初期呈现出快速增长趋势，随后在城市化率超过半程后进入减速增长阶段，等待进入峰值部分后进入成熟期，钢铁行业由于其经济基础特性，普遍呈现出漫长型产业生命周期的部分特征产量与消费量长期稳定；国内钢铁行业处于成熟期前段，或处于技术成熟到产品成熟的过渡时期，从人均产钢量及人均粗钢表观消费量数据来看，目前国内粗钢人均数据已经接近或达到可比国家高值水平，未来粗钢产量及需求大幅回落的概率并不大，在国内长流程显著成本优势以及持续的产品结构优化的助力下，国内钢企有望迎来长期稳定的需求市场。从单位人工、单位折旧、管理及资金利用效率、吨钢盈利四个维度来判断公司所处的成本位置来看，华菱钢铁均位于行业偏低水平，并持续改善。

公司估值处于低估阶段，行业景气度回升有望带动估值持续修复。从可比公司市值与固定资产原值的比率来看，一般而言固定资产原值的 40%-60%之间是较为普遍合理的估值区域，考虑到正常经营所采取的财务杠杆比率，对于钢铁行业重资产、波动大的特征，多数钢企在 30%区域上下进入偏低估值位置。从当前估值比率情况来看，虽然多数钢企估值位置较 2022 年低值水平有所改善，但仍普遍处于低估状态，距离景气回落年份估值上限以及景气向上年份估值上限均有较大距离，具有显著投资价值，其中华菱钢铁的历史估值水平中枢约位于

0.42 倍附近，而高值在 0.61 倍附近，当前仅为 0.32 倍，后市行业景气度回升有望带动估值持续向上修复。

投资建议：公司专注于板材制造，受益于产品结构改善，其盈利呈现出稳定向好特征，参考公司近三年来估值变动情况，我们认为公司估值有明显修复空间，近三年估值中枢区域对应市值 509 亿左右，估值高位区域对应市值 729 亿左右，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：上游原料价格大幅上涨，钢材需求不及预期，新业务发展存在不确定性。