

钢铁行业的“破局者”（中信证券研报）

2023 年 12 月 26 日

目前钢铁行业库存、利润、估值等核心指标均处在底部区间，随着经济周期修复，预计行业景气度逐季提升。华菱钢铁得益于优异的产品结构、管理能力以及研发实力，盈利稳定性明显高于行业平均。看好公司品种钢进程以及多条产线投产对于企业量价双升的贡献。由于当前行业利润处于低点，参考可比公司估值，我们给予公司 2024 年合理 PE 倍数为 7x，市值 454 亿元，对应目标价 6.58 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 钢铁行业处在周期底部，长期盈利能力有望提升。从价格来看，钢铁价格往往 3-5 年为一个完整的价格周期，包含一轮价格上涨和下跌。目前钢铁价格处在 2021 年 6 月份以来的底部周期位置。钢铁行业受到供给需求的双重影响，符合库存周期的规律，当前整个行业处在主动去库的尾部，下一个周期即将进入被动去库周期（部分表现较强的品种如中厚板等，已经提前进入主动补库周期）。被动去库周期和主动补库周期预计是未来 1-2 年钢铁行业所处的主要周期，需求改善是重要推动因素，预计行业盈利能力底部抬升。

■ 长期稳健的盈利能力，公司估值中枢有望逐步提升。从公司盈利能力来看，2018 年加强内部降本增效之后，华菱钢铁的盈利稳定性已经得到了大幅提高。2023 年 H1 华菱钢铁的销售毛利率达到了 9.30%，高于行业平均值 5.24 个百分点。从盈利波动性来看，其稳定性明显强于行业表现，盈利方差缩小。降本增效和高附加值的品种钢占比提升是主要因素。考虑公司稳健的盈利表现，高于行业的盈利率，

以及“特钢化”趋势尤为明显，公司估值中枢有望逐步提升。

■ 研发保障产品变革能力，多产线投产助力企业量价双升。为了实现公司推动品种结构升级、普特转型的战略，2022 年公司研发投入达到 64.53 亿元，较 2018 年增长了 117.6%，CAGR 超过 20%。品种钢销量从 2013 年的 262 万吨增长到 2022 年的 1516 万吨左右，占总销量比例从 2013 年的 18%提升至 2022 年的 60%。随着 VAMA 汽车板公司二期项目于 2023 年上半年正式投产，汽车板公司新增 45 万吨高质量、高强度的汽车用钢年设计产能，公司整体设计产能达 200 万吨，在 2023 年及未来有望进一步提高市场份额。随着公司硅钢产线投产，预计 2024 将实现 10 万吨中高牌号无取向硅钢。多条特钢产线投产有望进一步提升企业盈利能力。

■ 强激励措施给公司带来长期生命力。激励措施是企业经营管理的内核，能够充分调动生产经营积极性。从公司引入的 EVI 机制、不断提高的品种钢比例和研发费用以及不断深入的 IPD 机制来看，市场化的管理机制对公司管理层在改革创新方面的激励有巨大的推动作用。“强激励、硬约束”是公司长期推陈出新的生命力源泉，不仅使得企业在行业底部展现更强的韧性，同时也为新产品转型带来了制度基础。

■ 风险因素：宏观经济波动的风险；铁矿石价格波动；新能源汽车销量增长不及预期；新增项目投产进度或产量释放不及预期；国内钢铁行业产量过剩竞争恶化；品种钢战略进度不及预期；管理效率出现波动。

■ 盈利预测、估值与评级：目前钢铁行业多个核心指标均处在底部区间，低库存、低利润、低估值的特征明显。随着经济周期修复，预计行业景气度逐季提升。公司是中国钢铁行业板材龙头之一，产品结构优化下盈利能力将进一步增强。我们看好华菱钢铁品种钢进程以及多条产线投产对于企业量价双升的贡献，预计公司 2023/24/25 年营业收入达到 1694.0/1710.6/1719.6 亿元，归母净利润为 53.0/64.9/69.8 亿元，对应 EPS 预测为 0.77/0.94/1.01 元。考虑到公司产品结构包含板材、长材和管材，我们选取钢铁行业龙头企业中信特钢、南钢股份以及宝钢股份作为可比公司，截至 2023 年 12 月 22 日收盘，当前上述可比公司的 2024 年平均 PE（基于 Wind 一致预期）为 9.1 倍。参考可比公司估值，由于当前行业利润处于低点，行业 PE 估值有一定程度的高估，我们给予公司 A 股 2024 年合理 PE 倍数为 7x，市值 454 亿元，对应目标价 6.58 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。