

2024 年 04 月 04 日

公司研究

评级：买入(首次覆盖)

研究所：

证券分析师： 谢文迪 S0350522110004

xiewd@ghzq.com.cn

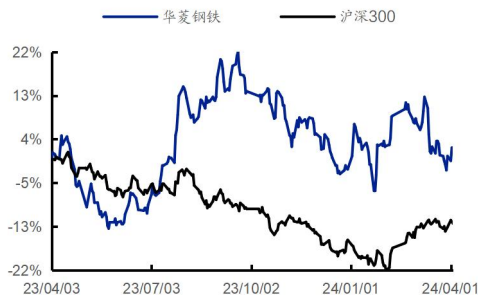
联系人： 林晓莹 S0350123070003

linxy02@ghzq.com.cn

钢铁优质股，强内核稳渡周期底部

——华菱钢铁（000932）2023 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/03

表现	1M	3M	12M
华菱钢铁	-5.1%	-2.2%	2.1%
沪深 300	0.8%	5.6%	-12.8%

市场数据

2024/04/03

当前价格（元）	5.35
52 周价格区间（元）	4.68-6.43
总市值（百万）	36,961.18
流通市值（百万）	36,960.72
总股本（万股）	690,863.25
流通股本（万股）	690,854.66
日均成交额（百万）	738.20
近一月换手（%）	1.29

事件：

华菱钢铁 2024 年 3 月 30 日公告 2023 年年报：2023 年公司实现营业总收入 1644.65 亿元，同比减少 2.47%，实现归母净利润 50.79 亿元，同比减少 20.38%。

投资要点：

- **利润稳居行业前茅。**2023 年公司实现营业收入 1644.65 亿元，同比减少 2.47%，实现归母净利润 50.79 亿元，同比减少 20.38%。公司归母净利润同比减少主要受宏观经济景气度、行业自身供需、原料价格相对强势所影响。2023 年加权 ROE 为 9.87%，2023 年末的资产负债率为 51.67%。在钢铁行业整体效益降幅明显的情况下，公司业绩稳居行业头部。2023 年子公司华菱衡钢、汽车板分别实现净利润 8.42 亿元、24.74 亿元，同比分别增长 20.47%、49.78%，为公司利润提供支撑。
- **控费控支提升经营效益，研发费率稳步提升助力产品高端化。**2023 年公司期间费用率为 5.51%，同比+0.38pct，期间费用同比上涨主要系研发费用率提升明显。2023 年公司研发费用率 4.2%，较 2022 年提升 0.33pct。
- **极致对标挖潜，实现全系统降本增效。**除了持续降低工序成本、保持较低财务成本，公司还通过坚持“铁水成本最优、低库存、精料+经济料方针、精准对标”四项原则，加强二次能源回收利用，进一步强化采购成本竞争力并持续降低能源成本。多降本路径并驱，为公司在行业深度调整时提供稳定利润的利器。
- **产品应用多点开花，多品种高端化布局。**公司在能源和油气、造船和海工、基建和桥梁、工程机械以及新能源、新材料等细分领域建立了领先优势。2023 年公司新增 30 个钢种“替代进口”，重点品种钢销量占比增至 63%，较 2022 年+3pct，加快产品由“优钢”向“特钢”领域转型。同时，2023 年公司重点拓展中东、东南亚等海外市场，全年出口钢材 156 万吨，同比增长 26.04%。
- **新建产能及产线升级多数已投产，2024 年将迎来业绩释放期。**子公司 VAMA 汽车板二期项目于 2023 年 4 月顺利投产，新增 45 万吨高

端汽车用钢年产能；华菱涟钢冷轧硅钢一期一步等项目于 2023 年 8 月底正式投产，形成的 20 万吨无取向硅钢成品、9 万吨取向硅钢半成品生产能力；华菱湘钢精品高速线材改造项目预计于 2024 年全面投产，线棒材“优转特”升级的产线装备支撑将进一步加强。随着公司精准扩产布局的落地，我们预计 2024 年将迎来业绩释放，市场地位进一步巩固。

- 我们预计 2024 年钢价走势偏弱震荡。供给端看，2024 年国家发改委、工信部等部门将继续开展全国粗钢产量调节工作，2024 年粗钢产量或有所收紧。需求方面，受房地产拖累，建筑用钢需求仍然疲软；造船、风电需求景气；汽车行业需求稳定，其中新能源汽车继续保持高景气；取向电工钢和油气行业需求维持较好水平。2024 年 3 月中国国务院印发了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动。若方案落地见效，2024 年钢铁行业需求有望得到修复。总体供需基本面保持供强需弱状态，但钢材消费结构分化会进一步增强。
- 公司作为区域龙头，坚持市场导向，以客户为中心，扩大有效和高端供给，在多领域已建立了领先优势。随着新增产能释放、产线升级，叠加国内经济复苏、产业结构升级，我们预计 2024-2026 年实现营业收入 1678.8/1744.0/1789.9 亿元，同比分别为 2.1%/3.9%/2.6%；实现归母净利润 60.5/67.4/71.5 亿元，同比增长 19.1%/11.5%/6.0%，对应 PE 为 6/6/5 倍。我们看好公司品种结构不断高端化，在细分领域的持续巩固领先优势，抵御风险能力较强，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：政策调节力度超预期；宏观经济增速不及预期；公司项目建设进度不及预期；原材料价格波动；下游需求不及预期；产品价格下跌风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	164465	167879	174402	178987
增长率(%)	-2	2	4	3
归母净利润（百万元）	5079	6046	6743	7146
增长率(%)	-20	19	12	6
摊薄每股收益（元）	0.74	0.88	0.98	1.03
ROE(%)	10	10	11	11
P/E	7.01	6.15	5.51	5.20
P/B	0.67	0.64	0.60	0.55
P/S	0.22	0.22	0.21	0.21
EV/EBITDA	4.68	4.44	3.83	3.24

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

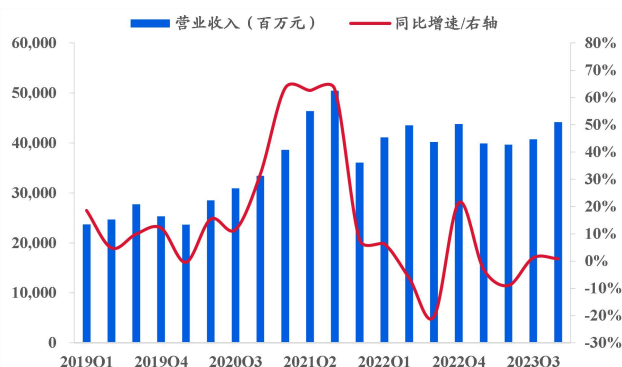
事件:

华菱钢铁 2024 年 3 月 30 日公告 2023 年年报: 2023 年公司实现营业总收入 1644.65 亿元, 同比减少 2.47%, 实现归母净利润 50.79 亿元, 同比减少 20.38%。

评论:

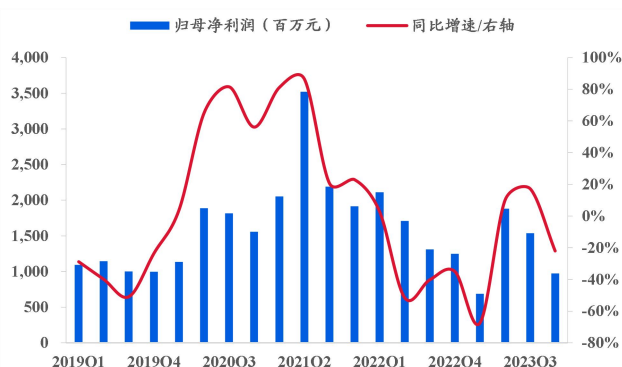
公司利润稳居行业前茅。2023 年公司实现营业收入 1644.65 亿元, 同比减少 2.47%, 实现归母净利润 50.79 亿元, 同比减少 20.38%。公司归母净利润同比减少主要受宏观经济景气度、行业自身供需、原料价格相对强势所影响。2023 年加权 ROE 为 9.87%, 2023 年末的资产负债率为 51.67%。在钢铁行业整体效益降幅明显的情况下, 公司业绩稳居行业头部。2023 年子公司华菱衡钢、汽车板分别实现净利润 8.42 亿元、24.74 亿元, 同比分别增长 20.47%、49.78%, 为公司利润提供支撑。

图 1: 2019-2023 年公司分季度营业收入情况



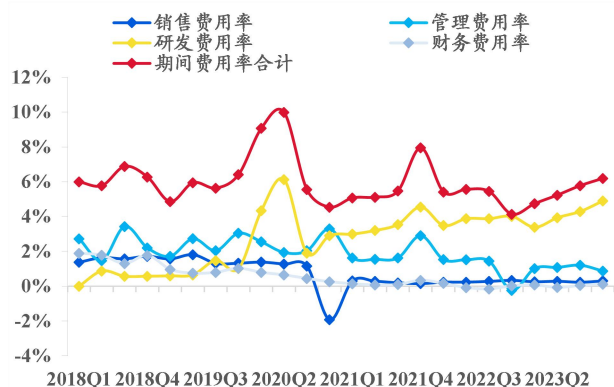
资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 2: 2019-2023 年公司分季度归母净利润情况



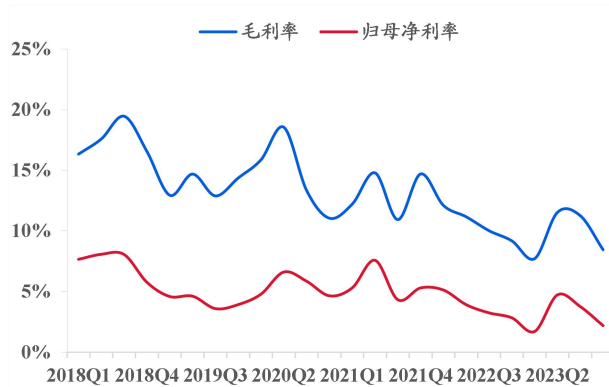
资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 3: 华菱钢铁分季度期间费用率情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 4: 华菱钢铁分季度毛利率与归母净利率情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

控费控支提升经营效益，研发费率稳步提升助力产品高端化。2023 公司期间费用率为 5.51%，同比+0.38pct，期间费用同比上涨主要系研发费用率提升明显。2023 年公司研发费用率 4.2%，较 2022 年提升 0.33pct。公司加强研发力度旨在加大高精尖产品研发力度，积极推进产品结构调整与前瞻性工艺技术研发。2023 年内新增专利授权 659 项，其中发明专利 120 项；开发特厚齿条钢、管坯用钢、高强车轮钢、高锰无磁钢、高强度气瓶管等新品种 180 多项。

极致对标挖潜，实现全系统降本增效。除了持续降低工序成本、保持较低财务成本，公司致力于强化采购成本竞争力并持续降低能源成本。公司坚持“铁水成本最优、低库存、精料+经济料方针、精准对标”四项原则，根据 2023 年年报披露，2023 年国内矿采购价格与行业对标较 2022 年缩小差距 62 元/吨。同时，公司加强二次能源回收利用，不断提高自发电量，年自发电量达 92.23 亿 kWh，同比增加 3.17 亿 kWh。多降本路径并驱，为公司在行业深度调整时提供稳定利润的利器。

图 5：公司在各细分领域上的布局及成果

领域	供货/成就	领域	供货/成就
能源和油气	神华宁煤煤制油项目	造船和海工	中船集团
	俄罗斯亚马尔项目		韩国现代
	荔湾深海石油项目		三星造船
	巴基斯坦最大核电项目卡拉奇		“蓝鲸1号”钻井平台
	南海西部陵水17-2气田开发项目	工程机械	卡特彼勒
	巴基斯坦SK水电站		中联集团
	“万米深井”-塔里木油田果勒3C井		三一集团
基建和桥梁	北京大兴国际机场	变压器&新能源汽车电机	徐工集团
	阿布扎比国际机场		国内最大的电工钢基料供应商
	港珠澳大桥	高强汽车板	2023年取向硅钢基料销量达57.42万吨
	冬奥会国家高山滑雪中心		国际知名新能源汽车、国内主流主机厂的主要供应商
	国家速滑馆		
	花江峡谷大桥	风电	双百”海上风电平台-“海油观澜号”平台

资料来源：WIND，公司公告，国海证券研究所

产品应用多点开花，多品种高端化布局。公司在能源和油气、造船和海工、基建和桥梁、工程机械以及新能源、新材料等细分领域建立了领先优势（见图 5）。2023 年公司新增 30 个钢种“替代进口”，重点品种钢销量占比增至 63%，较 2022 年+3pct，加快产品由“优钢”向“特钢”领域转型。同时，公司重点拓展中东、东南亚等海外市场，2023 年出口钢材 156 万吨，同比增长 26.04%。

新建产能及产线升级多数已投产，2024 年将迎来业绩释放期。子公司 VAMA 汽车板二期项目于 2023 年 4 月顺利投产，新增 45 万吨高端汽车用钢年产能；华菱涟钢冷轧硅钢一期一步等项目于 2023 年 8 月底正式投产，形成的 20 万吨无取向硅钢成品、9 万吨取向硅钢半成品生产能力；2023 年年报披露华菱湘钢精品高速线材改造项目预计于 2024 年全面投产，线棒材“优转特”升级的产线装备支撑将进一步加强。随着公司精准扩产布局的落地，我们预计 2024 年将迎来业绩释放，市场地位进一步巩固。

图 6：公司产能投产情况

(子)公司	项目	建设期	开工	完工	产能情况	
华菱涟钢	冷轧硅钢产品一期工程项目	第一步	18	2022年6月	2023年8月	年产20万吨无取向电工钢、10万吨无取向电工钢冷硬卷、9万吨取向电工钢冷硬卷
		第二步	14	2022年6月	2025Q1投产	项目总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。
VAMA汽车板公司	汽车板二期	18	2021年	2023年4月	项目达产后酸轧线产能将由每年150万吨提升到200万吨，镀锌线和连退线产能将由115万吨提升到160万吨，新增产能规模45万吨	
华菱湘钢	高速线材生产线项目	12	2022年9月	2024年	年产精品高速线材规模60万吨	

资料来源：WIND，公司公告，华声在线百度号，红网百度号，国海证券研究所

我们预计 2024 年钢价走势偏弱震荡。供给端看，2024 年国家发改委、工信部等部门将继续开展全国粗钢产量调节工作，2024 年粗钢产量或有所收紧。需求方面，受房地产拖累，建筑用钢需求仍然疲软；造船、风电需求景气；汽车行业需求稳定，其中新能源汽车继续保持高景气；取向电工钢和油气行业需求维持较好水平。2024 年 3 月中国国务院印发了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动。若方案落地见效，2024 年钢铁行业需求有望得到修复。总体供需基本面保持供强需弱状态，但钢材消费结构分化会进一步增强。

公司作为区域龙头，坚持市场导向，以客户为中心，扩大有效和高端供给，在多个领域已建立了领先优势。随着新增产能释放、产线升级，叠加国内经济复苏、产业结构升级，我们预计 2024-2026 年实现营业收入 1678.8/1744.0/1789.9 亿元，同比分别为 2.1%/3.9%/2.6%；实现归母净利润 60.5/67.4/71.5 亿元，同比增长 19.1%/11.5%/6.0%，对应 PE 为 6/6/5 倍。我们看好公司品种结构不断高端化，在细分领域的持续巩固领先优势，抵御风险能力较强，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 政策调节力度超预期；
- 2) 宏观经济增速不及预期；
- 3) 公司项目建设进度不及预期；
- 4) 原材料价格波动；
- 5) 下游需求不及预期；
- 6) 产品价格下跌风险。

附表：华菱钢铁盈利预测表

证券代码:	000932		股价:	5.35	投资评级:	买入	日期:		2024/04/03
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	10%	10%	11%	11%	EPS	0.74	0.88	0.98	1.03
毛利率	9%	10%	11%	11%	BVPS	7.71	8.35	9.03	9.73
期间费率	1%	1%	1%	1%	估值				
销售净利率	3%	4%	4%	4%	P/E	7.01	6.15	5.51	5.20
成长能力					P/B	0.67	0.64	0.60	0.55
收入增长率	-2%	2%	4%	3%	P/S	0.22	0.22	0.21	0.21
利润增长率	-20%	19%	12%	6%					
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	1.30	1.24	1.24	1.21	营业收入	164465	167879	174402	178987
应收账款周转率	33.57	32.28	33.77	33.41	营业成本	148697	150752	155583	159437
存货周转率	11.07	10.78	10.91	10.55	营业税金及附加	653	669	692	711
偿债能力					销售费用	446	437	468	477
资产负债率	52%	49%	47%	45%	管理费用	1711	1756	1825	1869
流动比	1.28	1.38	1.52	1.70	财务费用	72	77	93	50
速动比	0.40	0.46	0.55	0.72	其他费用/（-收入）	6828	7109	7559	7846
					营业利润	7491	8161	9387	10026
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-4	-9	-3	-2
现金及现金等价物	7420	8281	12516	19698	利润总额	7487	8152	9384	10024
应收款项	5975	6041	6147	6484	所得税费用	847	956	1081	1155
存货净额	14554	13386	15109	15083	净利润	6640	7196	8303	8869
其他流动资产	38700	39639	39800	40115	少数股东损益	1561	1150	1560	1723
流动资产合计	66648	67347	73572	81380	归属于母公司净利润	5079	6046	6743	7146
固定资产	53536	55855	57100	57044					
在建工程	5391	5528	4856	4252	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	6558	6613	6664	6763	经营活动现金流	5273	7725	9575	11278
长期股权投资	1000	1202	1421	1653	净利润	5079	6046	6743	7146
资产总计	133133	136545	143614	151093	少数股东损益	1561	1150	1560	1723
短期借款	3051	3551	4051	4551	折旧摊销	3856	3813	3771	3970
应付款项	26307	22588	21585	20792	公允价值变动	-4	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-4805	-3483	-2676	-1720
其他流动负债	22514	22587	22906	22604	投资活动现金流	-15997	-6289	-4316	-3283
流动负债合计	51872	48726	48542	47947	资本支出	-6204	-6338	-4401	-3415
长期借款及应付债券	15574	16574	17574	19074	长期投资	-10066	-203	-219	-232
其他长期负债	1345	1347	1348	1349	其他	273	252	304	364
长期负债合计	16919	17921	18922	20423	筹资活动现金流	5989	-766	-1024	-813
负债合计	68791	66647	67464	68370	债务融资	4783	1502	1501	2001
股本	6909	6909	6909	6909	权益融资	1930	0	0	0
股东权益	64341	69898	76150	82723	其它	-724	-2268	-2525	-2814
负债和股东权益总计	133133	136545	143614	151093	现金净增加额	-4544	861	4234	7182

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【钢铁&大宗商品组小组介绍】

谢文迪，钢铁行业及大宗商品研究团队首席分析师，6年大宗商品投研经验，3年宏观研究经验。布里斯托大学金融投资学硕士，曾先后就职于鸿凯投资、东北证券、方正证券、民生证券，获2020年Wind金牌分析师第四名。

林晓莹，钢铁及大宗商品行业研究助理，华东师范大学本科，厦门大学硕士。主要负责黑色、有色、能化板块。

【分析师承诺】

谢文迪，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。