

钢铁

2024 年 04 月 01 日

华菱钢铁 (000932)

——2023 年报点评：产品结构持续优化，利润水平韧性凸显

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024 年 04 月 01 日

收盘价 (元)	5.24
一年内最高/最低 (元)	6.43/4.68
市净率	0.7
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	36201
上证指数/深证成指	3077.38/9647.07

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2023 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	7.71
资产负债率%	51.67
总股本/流通 A 股 (百万)	6909/6909
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王宏为 A0230519060001
wanghw@swsresearch.com
陈松涛 A0230523090002
chenst@swsresearch.com

研究支持

陈松涛 A0230523090002
chenst@swsresearch.com

联系人

陈松涛
(8621)23297818x
chenst@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2023 年报，业绩符合市场预期。**报告期内，公司实现营业总收入 1644.65 亿元，同比下降 2.47%，归母净利润 50.79 亿元，同比下降 20.38%。公司四季度单季归母净利润 9.73 亿元，同比下降 21.96%，环比三季度下降 36.65%。
- **品种结构持续优化，单吨盈利具有韧性。**2023 年公司实现钢材销量 2653 万吨，同比基本持平；吨钢售价约 4645 元/吨，同比下降 8.39%；吨钢成本约 4104 元/吨，同比下降 7.95%；吨钢毛利约 542 元/吨，同比下降 12.07%。报告期内，公司进一步优化产品结构，品种钢销量同比提升 5.98%，占比从 2022 的 60%提升至 2023 年的 63%，有效降低了利润波动，在当前钢铁行业普遍亏损的情况下，吨钢盈利能力体现出较强韧性。
- **研发费用维持高位，管理和销售费用同比下降。**报告期内，公司管理费用 17.11 亿元，同比下降 3.05%；销售费用 4.46 亿元，同比下降 3.24%；财务费用为 0.72 亿元，同比增加 0.9 亿元，主要因为公司增加了有息负债，且汇兑收益同比减少。此外，本期公司研发费用约 68.28 亿元，同比增长 6%，维持较高水平。
- **产线升级提速高端化转型进程，高端产品占比有望进一步提升。**根据公司公告，报告期内，华菱涟钢冷轧硅钢一期一步等项目建成发力，形成了 20 万吨无取向硅钢成品、9 万吨取向硅钢半成品生产能力，有望推动华菱涟钢实现从单一硅钢基板供应向全流程高端硅钢制造的新跨越；同时 VAMA 汽车板二期项目顺利竣工投产，新增 45 万吨高端汽车用钢年产能，将进一步满足新能源汽车领域高速发展需求。硅钢、高端汽车板项目的陆续推进，预计将使公司高端产品占比进一步提升。
- **投资分析意见：**受宏观经济下行影响，2024 年初以来钢价同比有一定回落，我们下调 2024-2025 年公司归母净利润预测至 54.79 亿元、59.26 亿元(原预测为 60.03 亿元、64.91 亿元)，并新增 2026 年归母净利润预测 64.64 亿元，对应 24-26 年 PE 分别为 7 倍、6 倍和 6 倍。可比公司参考同样产品结构以板材为主的宝钢股份、南钢股份，24-25 年平均 PE 分别为 11 倍和 10 倍。故公司估值水平较低，且考虑到公司产品下游以制造业为主，受地产行业景气度影响较小；同时随着公司不断优化产品结构，预计盈利能力高的品种钢占比将持续提升，利润水平有望企稳回升，因此维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格超预期上涨；制造业用钢需求不及预期。

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	168,637	164,465	163,958	166,285	168,110
同比增长率 (%)	-1.7	-2.5	-0.3	1.4	1.1
归母净利润 (百万元)	6,379	5,079	5,479	5,926	6,464
同比增长率 (%)	-34.1	-20.4	7.9	8.2	9.1
每股收益 (元/股)	0.92	0.74	0.79	0.86	0.94
毛利率 (%)	10.3	9.4	9.8	10.2	10.8
ROE (%)	12.8	9.5	9.6	9.7	9.8
市盈率	6	7	7	6	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	168,637	164,465	163,958	166,285	168,110
其中: 营业收入	168,099	163,897	163,456	165,748	167,575
减: 营业成本	150,745	148,486	147,452	148,799	149,559
减: 税金及附加	666	653	651	661	668
主营业务利润	16,687	14,757	15,353	16,288	17,348
减: 销售费用	461	446	410	499	454
减: 管理费用	1,765	1,711	1,640	1,663	1,681
减: 研发费用	6,441	6,828	6,230	6,319	6,388
减: 财务费用	-18	72	274	221	112
经营性利润	8,038	5,700	6,799	7,586	8,713
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-42	-16	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-88	-64	-67	16	18
加: 投资收益及其他	267	1,302	1,061	816	500
营业利润	8,714	7,491	8,134	8,785	9,582
加: 营业外净收入	-40	-4	3	4	6
利润总额	8,673	7,487	8,137	8,789	9,588
减: 所得税	999	847	974	1,042	1,137
净利润	7,675	6,640	7,163	7,747	8,451
少数股东损益	1,296	1,561	1,684	1,821	1,987
归属于母公司所有者的净利润	6,379	5,079	5,479	5,926	6,464
全面摊薄总股本	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909
每股收益 (元)	0.92	0.74	0.79	0.86	0.94

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。