

浓缩版 PPI、中南钢材龙头，价值显著低估、触底回升在即

证券研究报告
2025年02月05日

华菱钢铁（000932.SZ）首次覆盖报告

核心结论

【核心结论】我们预测，2024-2026年公司归母净利润分别为22.18、26.27、35.47亿元，EPS为0.32、0.38、0.51元，PE为14、11、9倍，给予2025年0.66倍PB，目标价为5.49元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

【报告亮点】市场认为钢铁行业去产能很难落实，公司作为钢材龙头之一只能随波逐流，而我们认为去产能的手段从行政化到市场化，β的拐点已经出现；公司下游聚焦高端装备制造、研发投入高、安全边际足，具备明显α。

主要逻辑

一、行业β：从行政化到市场化，高端、绿色、智能、兼并实现供给侧改革。1) 复盘2016-2018年钢铁行业供给侧去产能的历程——行政化手段为主，效果立竿见影，提前2年完成了1.5亿吨的去产能上限目标。2) 目前钢铁行业需求端彰显压力，2024H1经济效益进一步下降；政策层面地方化债“三箭齐发”，静待效果显现；新一轮钢铁行业供给侧改革吹响号角，从光伏行业自律，到中钢协开展专项调研，再到铜材、铝材行业取消出口退税，我们认为新一轮供给侧去产能的战略地位上升到了前所未有的高度，需要充分重视。3) 与上一轮行政手段为主不同，新一轮供给侧改革的抓手是高端化、绿色化、智能化，以及行业整合兼并，更具市场化特征，符合产业发展趋势。

二、公司α：下游聚焦高端装备制造、研发投入和资本开支高、安全边际足。1) 公司整体的业务布局和中高端制造业的表现紧密相关，类似于PPI在企业层面的缩影，2024Q4作为先行指标的制造业PMI连续3个月扩张，未来可能带动PPI恢复上行，公司盈利修复值得期待；2) 公司研发费用高、产品高端化、环保投入力度大、智能化水平不断提升，顺应产业发展趋势；3) 公司资本开支集中投入的硅钢项目有望于2025年底、2026年初集中投产，叠加同时期铁矿石成本有望下降，业绩弹性释放值得期待；4) 目前公司估值水平处于历史底部区域、相比同行业竞争对手明显低估，在央企存在市值考核压力的形势下，公司的安全边际较足、估值修复值得期待。

风险提示：全球经济复苏情况、政策风险、项目进展、原材料价格扰动等。

核心数据

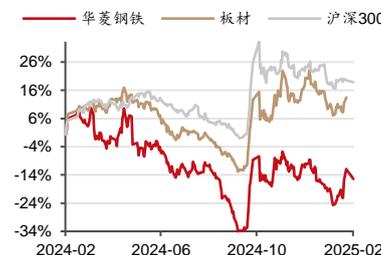
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	168,099	163,897	154,259	157,767	161,643
增长率	-1.8%	-2.5%	-5.9%	2.3%	2.5%
归母净利润(百万元)	6,379	5,079	2,218	2,627	3,547
增长率	-34.1%	-20.4%	-56.3%	18.4%	35.0%
每股收益(EPS)	0.92	0.74	0.32	0.38	0.51
市盈率(P/E)	4.7	5.9	13.5	11.4	8.5
市净率(P/B)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级	买入
股票代码	000932.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	4.35

近一年股价走势



分析师

刘博 S0800523090001	18811311450	liubo@research.xbmail.com.cn
滕朱军 S0800523110001	15172976643	tengzhujun@research.xbmail.com.cn
李柔璇 S0800524100003	18217234343	lirouxuan@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	4
关键假设	4
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	6
估值与目标价	6
华菱钢铁核心指标概览	7
一、 公司简介：中南地区钢材龙头，盈利阶段性低点、市场化用人考核机制	8
1.1 业务分析：行业调整期盈利处于近年来低点，产品收入结构不断优化	9
1.2 公司治理：分红比例提升至 30% 以上，末位淘汰干部比例保持为 5%	10
二、 行业 β ：从行政化到市场化，高端、绿色、智能、兼并实现供给侧改革	11
2.1 复盘 2016-2018 年钢铁行业供给侧去产能的历程——行政化手段为主	11
2.2 需求端彰显压力、静待地方化债效果，供给端新一轮去产能值得期待	12
2.3 高端、绿色、智能、整合兼并是产业发展趋势，也是供给侧改革抓手	13
三、 公司 α ：下游聚焦高端装备制造、研发投入和资本开支高、安全边际足	15
3.1 产品下游行业以高端装备制造为主，公司整体业务类似于浓缩版 PPI	15
3.2 研发费用高、环保投入力度大，高端化+绿色化+智能化顺应产业趋势	18
3.3 资本开支高峰用于硅钢项目，投产期叠加铁矿石成本下降贡献高弹性	20
3.4 估值分位处于历史底部附近+地方国企存在市值考核压力=安全边际足	23
四、 盈利预测与估值	25
4.1 关键假设与盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	27
五、 风险提示	28

图表目录

图 1：华菱钢铁核心指标概览图（单位：万吨、亿元、%）	7
图 2：华菱湘钢主要生产工艺流程总图	8
图 3：华菱涟钢主要生产工艺流程总图	8
图 4：华菱阳钢主要生产工艺流程总图	8
图 5：华菱衡钢主要生产工艺流程总图	8
图 6：2021-2024Q3 公司的总收入和归母净利润情况（亿元）	9
图 7：2021-2024Q3 公司的毛利率、净利率和 ROE（%）	9
图 8：2021-2023 年公司的产能利用率情况（万吨、%）	10
图 9：2021-2023 年公司不同产品的销售均价情况（元/吨）	10

图 10: 2020-2023 年公司的现金分红及分红比例 (亿元)	10
图 11: 2019-2023 年公司的员工人数和人均薪酬 (人、万元/年)	10
图 12: 2008-2015 年中国粗钢行业的产能利用率情况 (%)	12
图 13: 2017 年开始, 中国粗钢行业产能利用率显著提升 (%)	12
图 14: 2018-2023 年部分代表性钢企的利润和增速 (亿元)	13
图 15: 2018-2023 年部分代表性钢企的利润率和负债率	13
图 16: 2020-2024H1 子公司 VAMA 的收入和净利润 (亿元)	17
图 17: 2020-2024H1 各子公司的归母净利率情况 (VAMA 最高)	17
图 18: 2017-2024 年, 中国 PPI 和华菱钢铁的股价、ROE (%)	18
图 19: 2017-2024 年, 中国 PPI 和制造业 PMI 的走势情况 (%)	18
图 20: 2020-2023 年公司研发费用和占比营收情况 (亿元)	19
图 21: 公司生产的高端产品部分用于船舶与海洋工程等重点项目	19
图 22: 2016-2022 年中国取向硅钢的产量和消费量 (万吨)	21
图 23: 2016-2022 年中国取向硅钢的进出口情况 (万吨)	21
图 24: 2013-2024 年铁矿石的量价和粗钢产量 (万吨、元/吨)	23
图 25: 2021-2023 年公司采购的铁矿石量和价 (万吨、元/吨)	23
图 26: 华菱钢铁 PB (一致预期值, 对应 2025 年 2 月 5 日股价) 为 0.56 倍, 目前处于历史底部区域附近	24
表 1: 2016-2018 年钢铁行业供给侧去产能的部分政策梳理	12
表 2: 2019-2023 年钢铁行业部分供给侧去产能的措施	14
表 3: 2020-2024H1 公司销售产品分下游占比的变化情况	16
表 4: 2020-2024H1 公司高端品种钢产品的销量及占比情况 (万吨)	16
表 5: 2019-2023 年四家头部钢企的研发费用及占比情况 (2023 年华菱钢铁是唯一占比超过 4% 的)	19
表 6: 硅钢的不同类别及主要用途	21
表 7: 2025-2026 年四大矿山新项目的投产情况 (万吨)	22
表 8: 2025-2026 年其他矿山新项目的投产情况 (万吨)	22
表 9: 2017-2023 年华菱钢铁及同行业龙头的营业收入和归母净利润情况 (亿元)	24
表 10: 2017-2023 年华菱钢铁及同行业龙头的毛利率、净利率、ROE	24
表 11: 公司分项业务收入和毛利率预测 (单位: 亿元)	26
表 12: A 股同行业可比公司估值 (对应 2025 年 2 月 5 日股价)	27

投资要点

关键假设

一、板材

1) 宽厚板: 2021-2023年销量分别为606、606、596万吨, 增速分别为1.51%、0.00%、-1.65%, 价格分别为5499.53、5332.27、4736.64元/吨; 考虑到公司产品高端化带来业务结构的调整, 宽厚板产品在新产品中的占比有所下降, 我们预计2024-2026年, 销量分别为584.08、572.40、560.95万吨, 增速均为-2%; 价格和盈利能力处于近年来的低点, 我们假设价格分别为4499.80、4499.80、4499.80元/吨, 增速分别为-5.00%、0.00%、0.00%; 我们判断行业有望迎来盈利触底回升的阶段, 假设2024-2026年宽厚板的毛利率分别为10.00%、10.50%、11.00% (2021-2023年分别为16.23%、15.58%、12.63%);

2) 热轧板卷: 2021-2023年销量分别为452、450、414万吨, 价格分别为5785.65、5917.15、4167.66元/吨, 考虑到公司产品高端化带来业务结构的调整, 热轧板卷盈利能力偏低, 在新产品中的占比将逐步下降, 我们预计2024-2026年, 销量分别为391.23、365.80、342.02万吨, 增速分别为-5.50%、-6.50%、-6.50%; 价格和盈利能力处于近年来的低点, 我们假设价格分别为3959.28、3959.28、3959.28元/吨, 增速分别为-5.00%、0.00%、0.00%; 我们认为热轧板卷接近盈利触底回升的节点, 假设2024-2026年热轧板卷的毛利率分别为10.00%、10.00%、12.00% (2021-2023年分别为18.66%、11.41%、12.44%);

3) 冷轧板卷: 2021-2023年销量分别为163、178、192万吨, 价格分别为6072.84、4980.11、4433.74元/吨, 考虑到公司冷轧项目产能利用率仍在提升, 新项目中冷轧产品占比将持续提升, 我们预计2024-2026年, 销量分别为207.36、223.95、237.39万吨, 增速分别为8.00%、8.00%、6.00%; 冷轧产品需求相对旺盛, 我们假设价格分别为4522.42、4612.87、4705.12元/吨, 增速均为2%; 考虑到冷轧产品也处于产能相对过剩的阶段, 我们谨慎假设2024-2026年冷轧板卷的毛利率分别为10.00%、10.00%、12.00% (2021-2023年分别为19.64%、10.33%、11.25%);

4) 镀层钢板 (镀铝卷、镀锌卷): 2021-2023年销量分别为149、182、229万吨, 价格分别为7745.04、7390.51、6952.14元/吨, 考虑到公司产品高端化带来业务结构的调整, 镀层钢板盈利能力强、需求旺盛, 在新产品中占比将持续提升, 我们预计2024-2026年, 销量分别为279.38、335.26、392.25万吨, 增速分别为22.00%、20.00%、17.00%; 新产能集中投放后, 我们假设价格分别为6604.53、6604.53、6604.53元/吨, 增速分别为-5.00%、0.00%、0.00%; 2024年价格下降导致毛利率下降较多, 2025、2026价格稳住后我们判断毛利率会有所回升, 因此我们假设2024-2026年镀层钢板的毛利率分别为12.75%、13.50%、14.25% (2021-2023年分别为11.82%、21.42%、25.36%);

二、长材

1) 棒材: 2021-2023年销量分别为684、691、684万吨, 价格分别为4705.79、3748.18、3966.42元/吨, 考虑到棒材业务属于基础和成熟产品, 公司产品高端化带来业务结构的调整, 我们预计2024-2026年, 销量分别为670.32、656.91、643.78万吨, 增速均为-2%; 棒材存量需求大、基本盘稳定, 在经历2024年的宏观冲击和价格扰动之后, 我们判断2025、2026年价格会有所回升, 因此我们假设价格分别为3768.10、3805.78、3881.89元/吨, 增速分别为-5.00%、1.00%、2.00%; 考虑到棒材业务较为成熟, 毛利率相对比较稳定, 我们假设2024-2026年毛利率均为5.80% (2021-2023年分别为10.22%、6.37%、6.03%);

2) 线材: 2021-2023 年销量分别为 357、371、356 万吨, 增速分别为-6.79%、3.92%、-4.04%, 价格分别为 4980.62、4327.07、3846.50 元/吨, 考虑到线材业务属于基础和成熟产品, 公司产品高端化带来业务结构的调整, 我们预计 2024-2026 年, 销量分别为 338.20、321.29、298.80 万吨, 增速分别为-5.00%、-5.00%、-7.00%; 线材产能供给较为充足, 我们假设价格分别为 3654.17、3654.17、3654.17 元/吨, 增速分别为-5.00%、0.00%、0.00%; 考虑到线材业务较为成熟, 我们假设 2024-2026 年毛利率与 2023 年保持一致为 2.67% (2021-2023 年分别为 10.05%、4.65%、2.67%);

三、钢管

无缝钢管: 2021-2023 年销量分别为 164、177、181 万吨, 增速分别为 6.49%、7.93%、2.26%, 价格分别为 7214.05、7606.39、6907.14 元/吨, 考虑到钢管业务下游应用之一是能源领域 (火电锅炉), 同时由于公司产品高端化带来业务结构的调整, 我们预计 2024-2026 年, 销量分别为 184.62、188.31、192.08 万吨, 增速均为 2%; 2024-2026 年行业有望迎来触底回升的阶段, 我们假设价格分别为 6561.78、6561.78、6693.02 元/吨, 增速分别为-5.00%、0.00%、2.00%; 考虑到 2024-2026 年有望是行业价格触底回升、公司盈利逐步恢复的阶段, 我们假设 2024-2026 年无缝钢管的毛利率分别为 6.76%、6.76%、8.76% (2021-2023 年分别为 10.71%、13.63%、13.32%);

因此, 我们预计公司, 2024-2026 年, 收入分别为 1542.59、1577.67、1616.43 亿元, 增速分别为-5.9%、2.3%、2.5%; 综合毛利率分别为 7.3%、7.4%、7.9%。

区别于市场的观点

市场认为, 钢铁行业去产能或者供给侧改革很难有效落实和推进, 在供给格局不发生变化的情况下, 华菱钢铁作为中南地区钢材龙头, 只会随着行业泥沙俱下, 是纯 β 品种。**但是我们有不一样的观点:**

一、行业层面, 去产能的方式方法从行政化到市场化, 高端、绿色、智能、兼并实现供给侧改革, β 的拐点已经出现。1) 复盘 2016-2018 年钢铁行业供给侧去产能的历程——行政化手段为主, 效果立竿见影, 提前 2 年完成了 1.5 亿吨的去产能上限目标。2) 目前钢铁行业需求端彰显压力, 2024H1 经济效益进一步下降; 政策层面地方化债“三箭齐发”, 静待效果显现; 新一轮钢铁行业供给侧改革吹响号角, 从光伏行业自律, 到中钢协开展专项调研, 再到铜材、铝材行业取消出口退税, 我们认为新一轮供给侧去产能的战略地位上升到了前所未有高度, 需要充分重视。3) 与上一轮供给侧去产能以行政手段为主不同, 新一轮供给侧改革的抓手是高端化、绿色化、智能化, 以及行业整合兼并, 更具市场化特征, 也符合产业发展趋势和方向。

二、公司层面, 下游聚焦高端装备制造、研发投入和资本开支高、安全边际足, 是明显具备 α 的公司。1) 公司整体的业务布局和中高端制造业的表现紧密相关, 类似于 PPI 在企业层面的缩影, 而作为先行指标的制造业 PMI 在 2024Q4 持续扩张, 可能逐步带动 PPI 恢复上行, 公司盈利修复值得期待; 2) 公司研发费用高、产品高端化、环保投入力度大、智能化水平不断提升, 顺应产业发展趋势; 3) 公司资本开支集中投入的硅钢项目有望于 2025-2026 年集中投产, 叠加同时期铁矿石成本有望下降, 业绩弹性释放值得期待; 4) 目前公司估值水平处于历史底部区域、相比同行业竞争对手明显低估, 在央企国企存在市值考核压力的形势下, 公司的安全边际较足、估值修复值得期待。

股价上涨催化剂

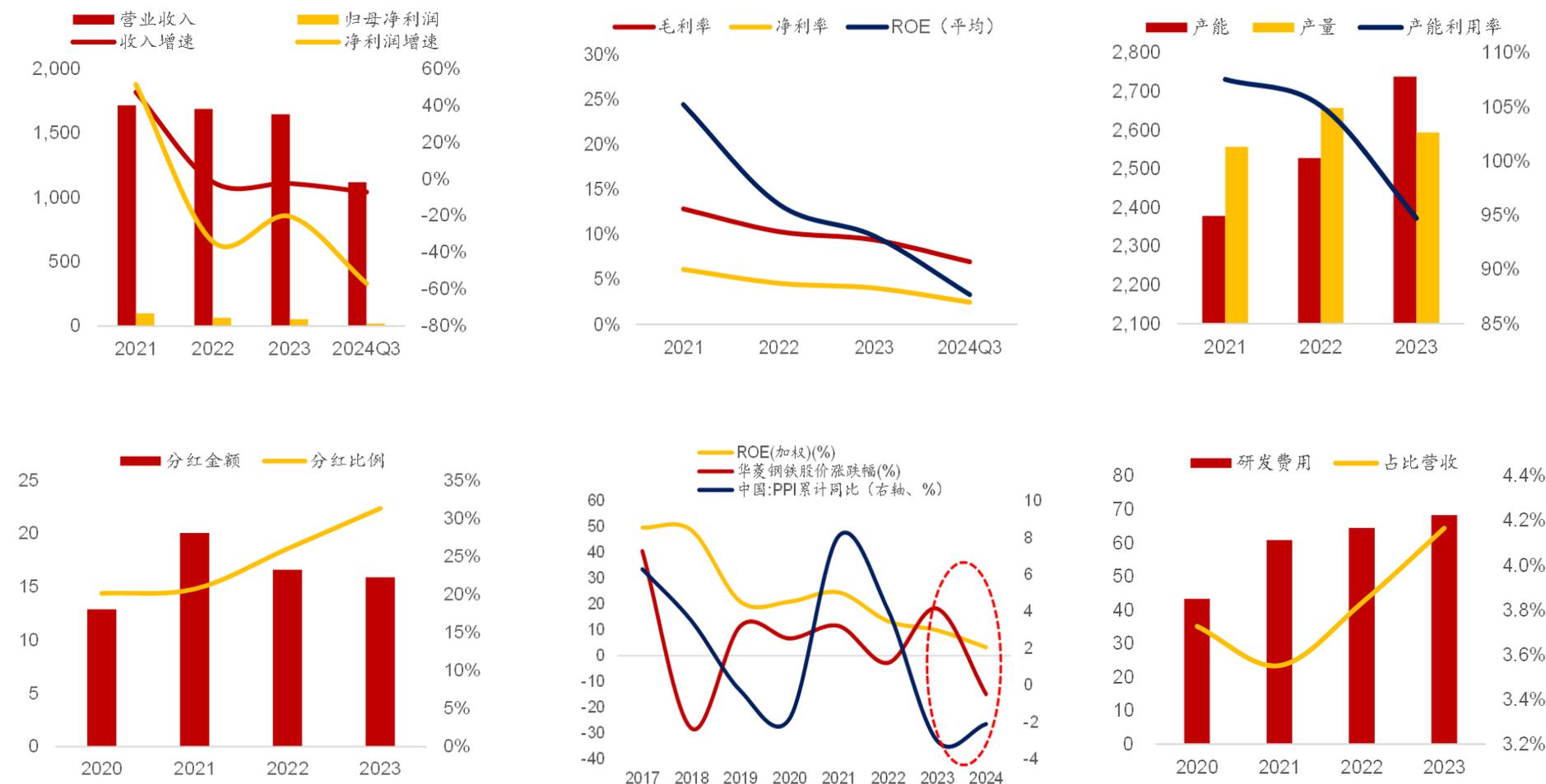
1) 钢铁行业价格上涨、盈利改善；2) 更多刺激政策落地，拉动宏观经济企稳回升；3) 价格指数（PPI、CPI等）企稳回升；4) 公司分红比例超预期、回购措施出台等。

估值与目标价

我们预测，2024-2026年，公司收入分别为1542.59、1577.67、1616.43亿元，增速分别为-5.9%、2.3%、2.5%；归母净利润分别为22.18、26.27、35.47亿元，增速分别为-56.3%、18.4%、35.0%；EPS分别为0.32、0.38、0.51元，PE为14、11、9倍。我们选取A股钢铁行业3家可比公司宝钢股份、中信特钢、南钢股份作为比较（宝钢股份是钢铁行业龙头，主要产品为碳钢、不锈钢和特殊钢三大类，是我国最大、最现代化的钢铁联合企业；中信特钢是中信集团旗下钢铁业务的主要平台之一，是国内特钢长材龙头；南钢股份也是中信集团旗下钢铁业务的主要平台之一，是全球规模效益领先的中厚板龙头企业），计算出可比公司2024-2026年平均PE分别为12、11、11倍（对应2025年2月5日收盘价）；2025年行业平均PB为1.10倍，我们预测华菱钢铁PB为0.52倍，考虑到公司：1) 行业β方面，从行政化到市场化，高端、绿色、智能、兼并实现供给侧改革；2) 公司α方面，下游聚焦高端装备制造、研发投入和资本开支高、安全边际足，我们给予公司2025年0.66倍PB（2025年行业平均PB的60%水平），对应目标价为5.49元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

华菱钢铁核心指标概览

图1：华菱钢铁核心指标概览图（单位：万吨、亿元、%）

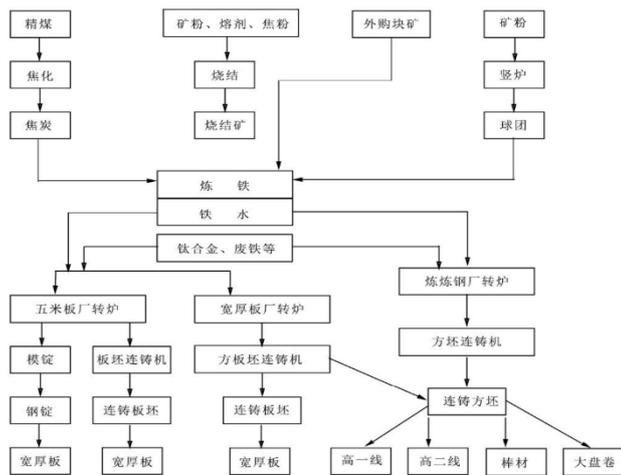


资料来源：iFind，西部证券研发中心

一、公司简介：中南地区钢材龙头，盈利阶段性低点、市场化用人考核机制

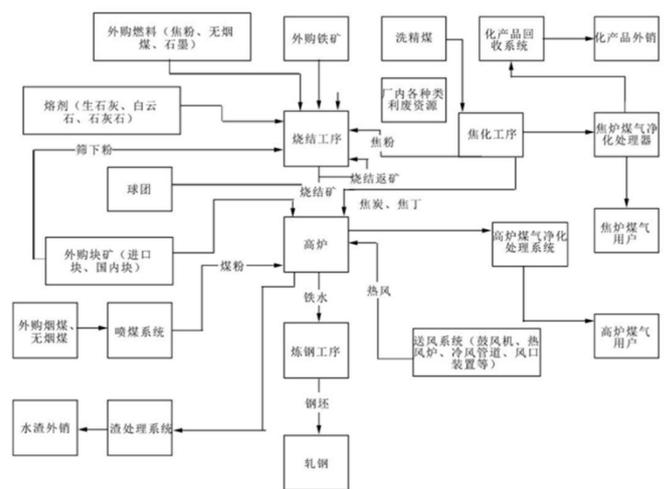
华菱钢铁主营业务为钢材产品的生产和销售，拥有湘潭、娄底、衡阳、阳江四大生产基地，以铁矿石、废钢、焦煤和焦炭为主要原材料，生产和销售宽厚板、热轧卷板、冷轧卷板、线棒材、螺纹钢、无缝钢管等钢材产品。**公司是国内十大钢铁企业之一，是中南地区最大的线棒材、板材、无缝钢管生产企业**，截至2024Q3末，公司第一大股东是湖南钢铁集团有限公司（直接持股比例为33.41%，通过涟源钢铁、湘潭钢铁、湖南衡阳钢管间接持股比例为12.34%，合计持股比例为45.75%），实际控制人是湖南省国资委。公司旗下拥有华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢、阳春新钢和VAMA主要五个子公司，其中，**华菱湘钢、华菱涟钢和阳春新钢销售产品以钢材为主，华菱衡钢销售产品以无缝钢管为主，VAMA销售产品以汽车板为主。**

图2：华菱湘钢主要生产工艺流程总图



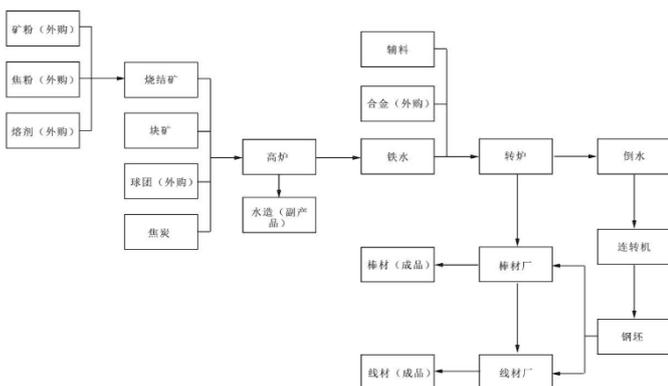
资料来源：湖南钢铁集团中期票据募集说明书、西部证券研发中心

图3：华菱涟钢主要生产工艺流程总图



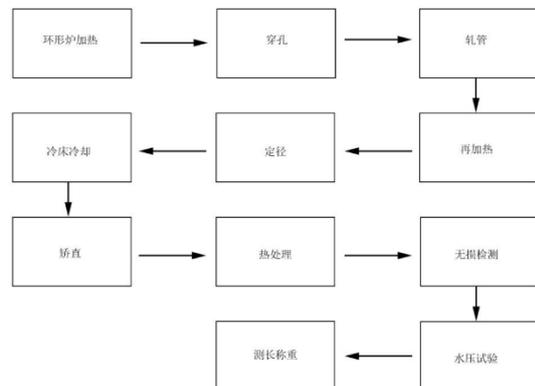
资料来源：湖南钢铁集团中期票据募集说明书、西部证券研发中心

图4：华菱阳钢主要生产工艺流程总图



资料来源：湖南钢铁集团中期票据募集说明书、西部证券研发中心

图5：华菱衡钢主要生产工艺流程总图



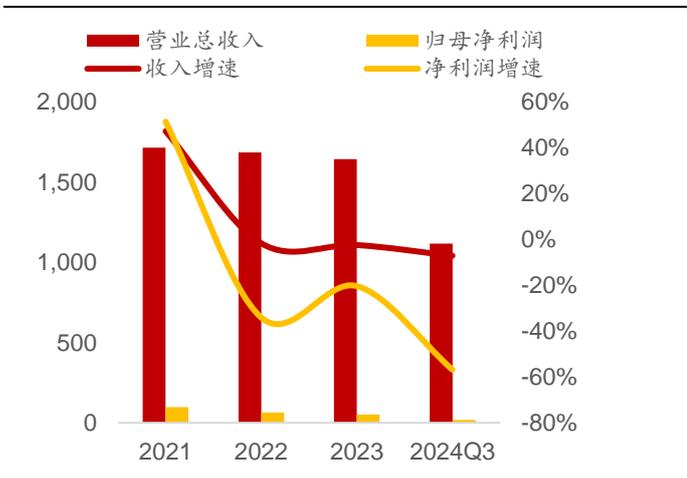
资料来源：湖南钢铁集团中期票据募集说明书、西部证券研发中心

1.1 业务分析：行业调整期盈利处于近年来低点，产品收入结构不断优化

2021-2023年，公司总收入分别为1715.75、1686.37、1644.65亿元，增速分别为47.24%、-1.71%、-2.47%；归母净利润分别为96.80、63.79、50.79亿元，增速分别为51.36%、-34.10%、-20.38%；毛利率分别为12.85%、10.32%、9.40%，净利率分别为6.12%、4.57%、4.05%，ROE（平均）分别为24.48%、13.38%、9.84%。2024年以来，行业仍处于深度调整期，2024Q1-Q3公司总收入为1116.66亿元、增速为-7.15%，归母净利润为17.71亿元、增速为-56.86%，毛利率为6.97%、净利率为2.47%、ROE（平均）为3.32%。

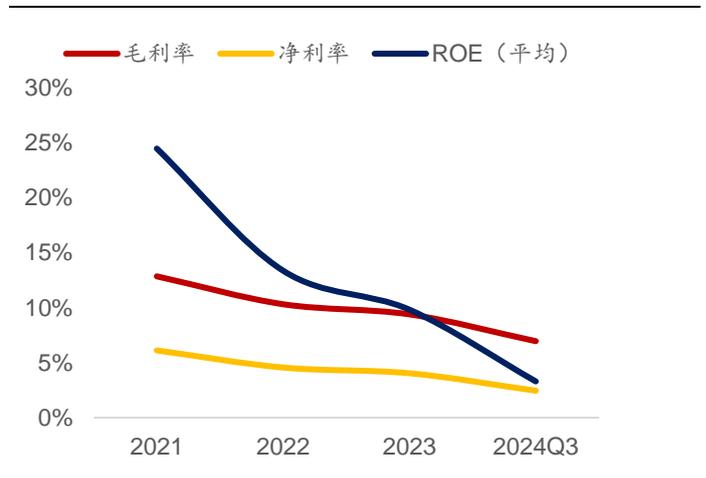
根据《湖南钢铁集团有限公司2024年度第二期中期票据募集说明书》，2021-2023年，公司钢材产能分别为2378、2528、2738万吨，产量分别为2557、2657、2594万吨，产能利用率分别为107.53%、105.10%、94.74%。其中：1)长材，销量分别为1370、1062、1040万吨，销售均价分别为4678、4305、3925元/吨，收入分别为514.20、457.22、408.25亿元，收入占比分别为36.40%、34.01%、33.13%；2)板材，销量分别为1041、1416、1432万吨，销售均价分别为5500、5335、4883元/吨，收入分别为778.79、755.44、699.18亿元，收入占比分别为55.13%、56.19%、56.73%；3)钢管，销量分别为164、177、181万吨，销售均价分别为6895、7445、6907元/吨，收入分别为119.74、131.77、125.02亿元，收入占比分别为8.48%、9.80%、10.14%，总体来看，销售均价更高的板材和钢管收入占比不断提升，销售均价较低的长材收入占比不断下降。

图6：2021-2024Q3公司的总收入和归母净利润情况（亿元）



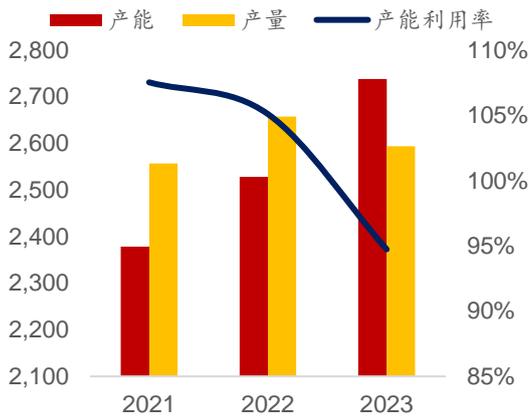
资料来源：iFinD、西部证券研发中心

图7：2021-2024Q3公司的毛利率、净利率和ROE（%）



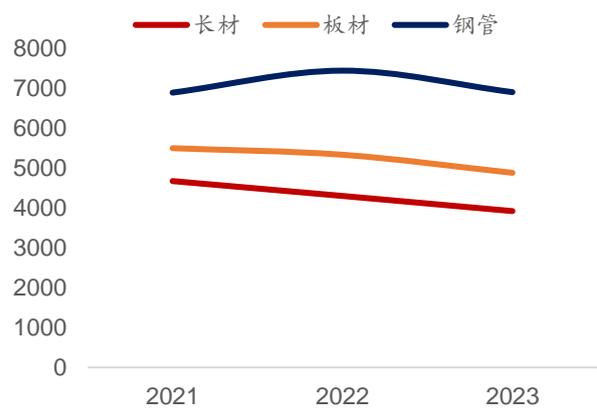
资料来源：iFinD、西部证券研发中心

图 8：2021-2023 年公司的产能利用率情况（万吨、%）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

图 9：2021-2023 年公司不同产品的销售均价情况（元/吨）

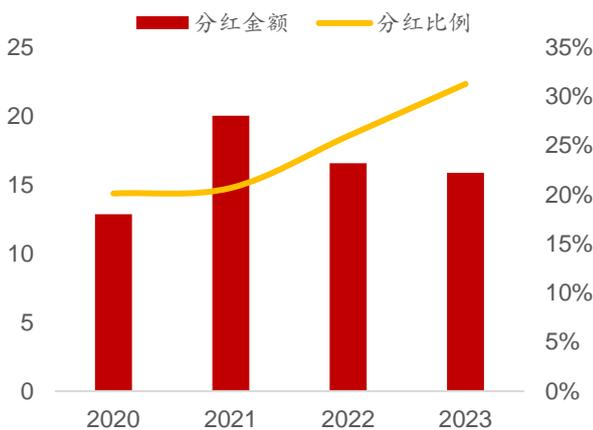


资料来源：iFinD、西部证券研发中心

1.2 公司治理：分红比例提升至30%以上，末位淘汰干部比例保持为5%

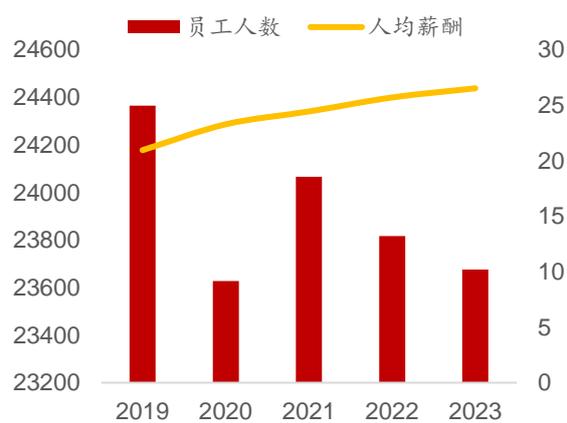
公司建立了现代化企业管理制度和市场化用人考核机制，建立完善子公司个性化、差异化的考核指标体系，优化推广经理层成员任期制和契约化管理，探索中长期激励机制。坚持“硬约束、强激励”和“年度考核、末位淘汰”全覆盖，持续深化“三项制度”改革，推动劳动生产率进一步提高。1) **2020-2023 年，分红比例从 20% 提升至 30% 以上**：2020-2023 年，公司现金分红金额分别为 12.87、20.04、16.58、15.89 亿元，现金分红比例分别为 20.13%、20.70%、25.99%、31.29%，从 20%+ 提升至 30%+；2) 根据公司 2022 年年报内容，公司坚持“年度综合考核、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%。**

图 10：2020-2023 年公司的现金分红及分红比例（亿元）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

图 11：2019-2023 年公司的员工人数和人均薪酬（人、万元/年）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

二、行业β：从行政化到市场化，高端、绿色、智能、兼 并实现供给侧改革

1) 复盘 2016-2018 年钢铁行业供给侧去产能的历程——行政化手段为主，效果立竿见影，提前 2 年完成了 1.5 亿吨的去产能上限目标。2) 目前钢铁行业需求端彰显压力，2024H1 经济效益进一步下降；政策层面地方化债“三箭齐发”，静待效果显现；新一轮钢铁行业供给侧改革吹响号角，从光伏行业自律，到中钢协开展专项调研，再到铜材、铝材行业取消出口退税，我们认为新一轮供给侧去产能的战略地位上升到了前所未有的高度，需要充分重视。3) 与上一轮供给侧去产能以行政手段为主不同，新一轮供给侧改革的抓手是高端化、绿色化、智能化，以及行业整合兼并，更具市场化特征，也符合产业发展趋势和方向。

2.1 复盘2016-2018年钢铁行业供给侧去产能的历程——行政化手段为主

2015 年，时任工信部副部长的徐乐江在新闻发布会上表示，“钢材价格持续大幅度下降，出现全行业亏损局面，销售利润率为负，产能严重过剩，市场预期恶化，恶性竞争蔓延”。在这种状况下，2015 年的中央经济工作会议，确定钢铁、煤炭这两个行业开展供给侧结构性改革（根据钢之家的调研统计，2016 年前后是国内钢产能的顶峰，年产能达到 14 亿吨）。

2016 年，国务院发布《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，明确要求“不得以任何名义、任何方式备案新增产能的钢铁项目”，并提出未来 5 年化解钢铁过剩产能 1 亿-1.5 亿吨的具体目标。2016 年 5 月，财政部发布《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》，有关钢铁、煤炭化解过剩产能方面的奖补资金、财税支持、金融支持、职工安置、国土、环保、质量、安全在内的八项配套政策以及整体实施方案全部出台，我国钢铁行业去产能正式进入全面执行期。之后，各省市在三季度也陆续公布了各自的化解过剩产能目标。当时全国 27 个省市自治区以及宝钢、武钢、鞍钢三大央企 2016 年公布的去产能目标超 9000 万吨，是国家制定的 2016 年去产能目标 4500 万吨的二倍之多。到 2016 年 10 月底，全国就提前完成了 4500 万吨的钢铁去产能年度任务。

2017 年钢铁行业去产能继续推进。1 月 1 日，发改委和工信部联合出台的《关于运用价格手段促进钢铁行业供给侧结构性改革有关事项的通知》正式实施，对钢铁行业实行更加严格的差别电价政策和基于工序能耗的阶梯电价政策，以加快落后产能的淘汰。2 月，中国钢铁工业协会、中国金属学会、中国铸造协会、中国特钢企业协会、中国特钢企业协会不锈钢分会印发《关于支持打击“地条钢”、界定工频和中频感应炉使用范围的意见》，之后国务院成立联合执法督查组，对各地打击“地条钢”工作开展督查，各省化解过剩产能领导小组办公室也从 4 月下旬起开展省级督查预验收，要求在 2017 年 6 月底前依法彻底取缔“地条钢”产能。

这一轮行政指挥下的去产能，效果立竿见影：2016 年化解过剩产能 6500 万吨，2017 年继续化解炼钢产能 5500 万吨，2018 年再次去产能 3000 万吨，提前 2 年完成了 1.5 亿吨的去产能上限目标。受益于连续三年去产能的实质推进，合规钢厂的产能利用率明显提升，2018 年的钢铁行业利润，也创下了历史最高。

表 1: 2016-2018 年钢铁行业供给侧去产能的部分政策梳理

发布时间	发布部门	政策或者文件名	核心内容
2015.04	工信部	《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》	严禁钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃行业新增产能，这些产能严重过剩行业项目建设，须实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换。
2016.02	国务院	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	明确从 2016 年开始，用 3-5 年时间压减粗钢产能 1 亿至 1.5 亿吨
2016.05	财政部	《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》	有关钢铁、煤炭化解过剩产能方面的奖补资金、财税支持、金融支持、职工安置、国土、环保、质量、安全在内的八项配套政策以及整体实施方案全部出台
2017.01	国家发改委、工信部	《关于运用价格手段促进钢铁行业供给侧结构性改革有关事项的通知》	对钢铁行业实行更加严格的差别电价政策和基于工序能耗的阶梯电价政策，以加快落后产能的淘汰。
2017.02	中国钢铁工业协会、中国金属学会、中国铸造协会等	《关于支持打击“地条钢”、界定工频和中国国务院成立综合执法督查组，对各地打击“地条钢”工作开展督查，频感应炉使用范围的意见》	要求在 2017 年 6 月底前依法彻底取缔“地条钢”产能。
2018.01	工信部	《钢铁行业产能置换实施办法》	自 2018 年 1 月 1 日起施行，要求新建、改建、扩建等项目必须实施产能置换

资料来源：国务院、发改委、财政部、工信部等官方网站，西部证券研发中心整理

图 12: 2008-2015 年中国粗钢行业的产能利用率情况 (%)



资料来源：iFind、西部证券研发中心

图 13: 2017 年开始，中国粗钢行业产能利用率显著提升 (%)



资料来源：iFind、西部证券研发中心

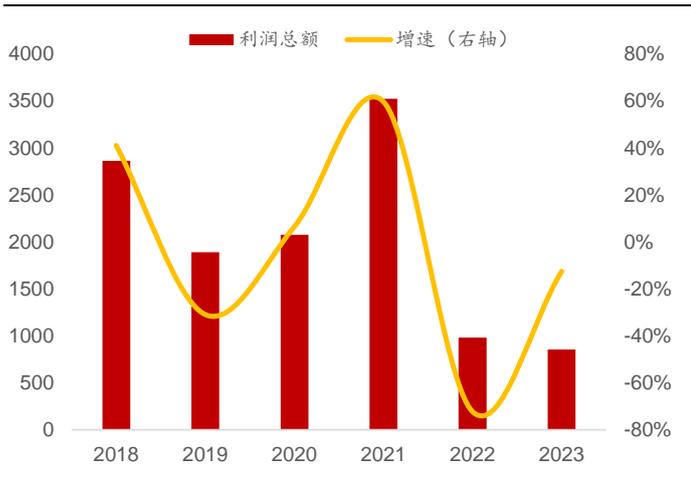
2.2 需求端彰显压力、静待地方化债效果，供给端新一轮去产能值得期待

钢铁行业需求端彰显压力，2024H1 经济效益进一步下降。我们引用南钢股份年报披露的数据，2018-2023 年，中钢协重点统计会员钢铁企业利润总额分别为 2863、1890、2074、3524、982.855 亿元，增速分别为 41.10%、-30.90%、6.60%、59.70%、-72.27%、-12.47%。利润率分别为 6.93%、4.43%、4.41%、5.08%、1.49%、1.32%，可以看出 2022、2023 年，无论是净利润的增速，还是利润率的表现，都出现了明显的下滑。2024 年上半年，钢铁行业经济效益进一步下降。中钢协数据显示，重点企业营业收入 3.09 万亿元，同比下降 3.6%；利润总额 339 亿元，同比下降 6.7%。统计局数据显示，2024 年 1-6 月黑色金属冶炼和压延加工业营业收入 3.97 万亿元，同比下降 3.0%；利润总额-3.1 亿元，同比下降 156.4%。

政策层面地方化债“三箭齐发”，静待效果显现。2024年11月8日，《全国人民代表大会常务委员会关于批准〈国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案〉的决议》获通过，议案提出建议增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。除了“6万亿元”，化债政策还有“增量”，财政部部长蓝佛安介绍，从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。此外，2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。三项政策协同发力，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。

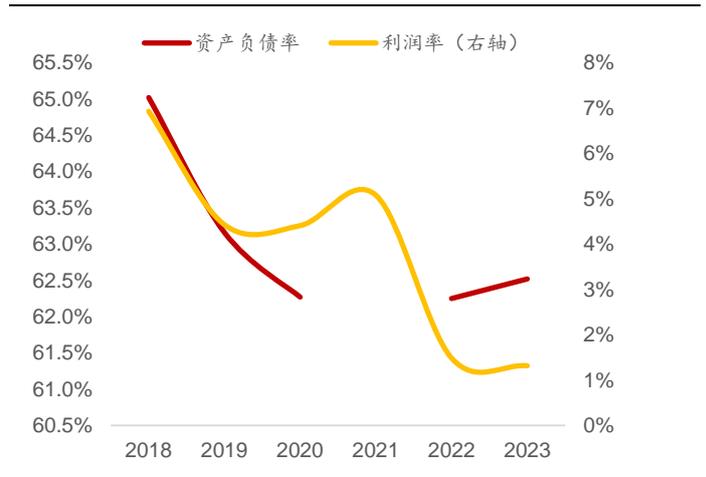
新一轮钢铁行业供给侧改革吹响号角。2024年9月24日作为需求侧政策拐点的意义已经被市场所认可，10月以来从光伏行业（10月14日，光伏行业协会在上海组织召开防行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会），到钢铁行业（10月25日，中钢协已着手加快相关研究、开展专项调研，研究提出促进联合重组和完善退出机制的一揽子相关政策建议），再到铜材、铝材行业取消出口退税，我们认为新一轮供给侧去产能的战略地位上升到了前所未有的高度，需要充分认识其战略意义。

图 14：2018-2023 年部分代表性钢企的利润和增速（亿元）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

图 15：2018-2023 年部分代表性钢企的利润率和资产负债率



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

2.3 高端、绿色、智能、整合兼并是产业发展趋势，也是供给侧改革抓手

高端化：行业不断取得技术进步，高质量产品不断增多。“十三五”以来，在国家创新驱动发展战略的引导下，钢铁企业对技术创新的投入力度加大，创新能力明显提升，钢铁产品的品质质量不断提高。“十三五”前4年，国产钢材有282项品种的实物质量达到国际同类产品水平，20项产品实物质量达到国际先进水平。极低铁损取向硅钢、600-750Mpa级高精度磁轭钢、先进核能核岛关键装备用耐蚀合金、核电用不锈钢、高品质汽轮机叶片钢、低温管线钢、极地特种低温钢等高端产品打破国外技术垄断，成功用于国家重大工程建设及国防军工领域。国产大飞机起落架用钢、高铁轮对用钢、高铁转向架用钢也已具备了国产化替代能力。近年来全行业在技术改造方面取得重大进步，其中首钢采用国际一流的工艺装备建成投产了两个新基地；宝钢自主研发并扩大生高档次取向硅，已批量投放市场，替代进口用于50万伏以上等级的超高压大型变压器；宝钢、鞍钢、武钢、马钢、华菱钢铁研究开发并生产的高强度超汽车板取得新进步。

绿色化：节能减排降耗取得积极进展，产业化发展不断推进。“十三五”期间，钢铁工业围绕焦化、烧结（球团）、炼铁、炼钢、轧钢等重点工序及智能制造，开展烟气多污染物超低排放技术、高温烟气循环分级净化技术、副产物资源化技术等组合式系统集成节能减排技术，基于炉料结构优化的硫磺源头减排技术、新型非高炉炼铁、小方坯免加热直接轧制技术、智能制造示范线建设等研究，行业节能减排降耗取得明显成效。从2015年至2018年，钢铁工业能源消费总量从63951万吨标煤下降至51504万吨标煤，下降了19.5%，提前超额完成“十三五”规划确定的行业能源消费总量下降15%的目标；吨钢综合能耗从572千克标煤/吨下降至555千克标煤/吨，下降了3.0%。

智能化：技术发展推动行业制造升级，提高自身核心竞争力。《2016-2020年钢铁工业调整升级规划》将“智能制造”列为行业重点任务，为钢铁行业转型升级指明了方向。“十三五”以来，智能制造在钢铁生产制造、企业管理、物流配送、产品销售等方面应用不断深化，关键工艺流程数控化率超过65%，企业资源计划（ERP）装备率超过70%。人工智能、大数据与云服务、云计算等新技术发展将持续支持钢铁制造业转型升级。生产制造方面，工业机器人、智能车间等减少人工作业、提升自动化能力，促进工业互联网数据集成优化；企业管理方面，使用生产执行系统、决策分析系统、财务共享管理平台等加强不同生产环节间的数据交互，提高生产过程的协同性；物流配送方面，自助发货系统、线上物流园等的建立提高配送的及时性、精准性、安全性；产品销售方面，通过移动终端满足客户的定制化需求，应用移动设备的在线点检、安全督查实现售后服务由“客户驱动”向“钢厂主导”的转型。智能化技术的发展和在钢铁工业领域的应用拓展，将提高有效供给水平、促进行业革命性的提质增效。

兼并重组：节奏有所提速，提高产业集中度是“十四五”重点任务。2016年，国务院印发的《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》以及《推动中央企业结构调整与重组的指导意见》公布，上述指导意见目标包括：到2025年，中国钢铁产业60%-70%的产量将集中在10家左右的大集团内，其中包括8000万吨级的钢铁集团3-4家、4000万吨级的钢铁集团6-8家，以及一些专业化的钢铁集团。同时巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批以及清理退出一批，推动供给侧结构性改革，坚持公有制主体地位，提升中央企业发展质量和效益，推动中央企业在市场竞争中不断发展壮大。针对产业集中度偏低这个老问题，《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》明确提出“到2025年，打造若干家世界超大型钢铁企业集团以及专业化一流企业，力争前5位钢铁企业产业集中度达到40%，前10位钢铁企业产业集中度达到60%”。“十四五”期间，钢铁行业进一步深化混改，推动龙头企业和优势企业实施兼并重组是提升产业集中度的主要途径，区域兼并重组、产业链上下游协作是提升竞争力的必然选择，政府和行业将在产能置换、税收优惠、金融服务等方面给予政策支持和保障。

表 2：2019-2023 年钢铁行业部分供给侧去产能的措施

时间	措施	类型
2019	2019年5月，生态环境部等五部委联合印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，对烧结机机头、球团焙烧烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度提出指标限值和管控措施	环保限产
	中国宝武兼并马钢集团	兼并重组
2020	2020年12月，工信部提出“坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降”，标志着钢铁行业由去产能转向产能产量双控的新阶段	产量调控
	中国宝武兼并太钢集团，托管中钢集团	兼并重组

	2021年6月，修订后的《钢铁行业产能置换实施办法》正式施行，进一步细化了产能置换方案的内容要求	产能置换
2021	2021年4月，《国家发改委、工信部就2021年粗钢产量压减等工作进行研究部署》提出，2021年粗钢产量压减工作将在巩固提升钢铁去产能成果基础上，重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后企业的粗钢产量，确保实现2021年全国粗钢产量同比下降	产量调控
	2021年5月，发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，强调能耗双控作为钢铁等行业绿色转型的重要抓手	能耗双控
	中国宝武合并昆钢，鞍钢、本钢完成兼并重组	兼并重组
2022	重点压减京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等大气污染防治重点区域粗钢产量，确保实现2022年全国粗钢产量同比下降	环保限产
	中国宝武正式与中钢集团合并	兼并重组
	对粗钢产量调控政策定调为平控，产量不增不减	产量调控
2023	2024年5月，发改委等部门关于印发《钢铁行业节能降碳专项行动计划》的通知，提出2024-2025年，通过实施钢铁行业节能降碳改造和用能设备更新形成节能量约2000万吨标准煤、减排二氧化碳约5300万吨	双碳
	河钢增资持股乐钢，鞍钢兼并凌源钢铁，建龙收购西宁特钢，宝钢收购山钢日照，沙钢收购抚顺特钢	兼并重组

资料来源：人民网、中国钢铁行业网，西部证券研发中心

三、公司 a：下游聚焦高端装备制造、研发投入和资本开支高、安全边际足

1) 公司整体的业务布局和中高端制造业的表现紧密相关，类似于 PPI 在企业层面的缩影，而作为先行指标的制造业 PMI 在 2024Q4 持续扩张，未来可能带动 PPI 恢复上行，公司盈利修复值得期待；2) 公司研发费用高、产品高端化、环保投入力度大、智能化水平不断提升，顺应产业发展趋势；3) 公司资本开支集中投入的硅钢项目有望于 2025-2026 年集中投产，叠加同时期铁矿石成本有望下降，业绩弹性释放值得期待；4) 目前公司估值水平处于历史底部区域、相比同行业竞争对手明显低估，在央企存在市值考核压力的形势下，公司的安全边际较足、估值修复值得期待。

3.1 产品下游行业以高端装备制造为主，公司整体业务类似于浓缩版 PPI

根据公司年报内容，1) 分下游销量占比来看，2020-2023 年，房地产占比从 16% 下降至 10.18% (2024H1 进一步下降至 10%)，基础设施占比从 16% 下降至 10.55% (2024H1 进一步下降至 9%)，即“地产+基础设施”合计占比从 32% 下降至 20.73% (2024H1 进一步下降至 19%)；而能源及电力占比从 15% 提升至 19% (2024H1 维持 19%)，汽车占比从 7% 提升至 13.87% (2024H1 进一步提升至 15%)，即代表高端装备制造业的“能源及电力+船舶及海洋工程+工程机械+汽车+装备制造”合计占比从 46% 提升至 56.76% (2024H1 进一步提升至 59%)。2) 如果按照公司披露的高端品种钢销量来看，2020-2023 年，品种钢销量从 1298 万吨增长至 1683 万吨，占比公司总销量从 51.65% 提升至 63.44% (2024H1 进一步提升至 64.60%)。

子公司 VAMA 专注于中国高端汽车用钢市场，引领汽车轻量化发展趋势，归母净利率水平显著超出其他三家子公司。公司持股 50% 的子公司 VAMA (华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司) 坐落于娄底经济开发区，由湖南钢铁集团与安赛乐米塔尔合力创建，专注于中

国高端汽车用钢市场，满足汽车行业内更高的安全、轻量、抗腐蚀和减排要求，2023年VAMA汽车板二期项目投产后，引进了最新的第三代超高强钢产品和镀层技术，并通过应用安赛乐米塔尔多零件集成方案和创新性S-in Motion电动汽车解决方案，在强度级别、成型性及镀层组合等多个方面为客户提供更多轻量化的解决方案和设计思路，加速新能源汽车制造领域的迭代升级，持续引领汽车轻量化发展趋势。根据公司年报数据，2020-2023年，VAMA收入从69.09亿元增长至126.59亿元，CAGR为22.37%；归母净利润从3.65亿元增长至24.74亿元，CAGR为89.25%；归母净利率水平显著超出其他三家子公司（华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢）。

表 3：2020-2024H1 公司销售产品分下游占比的变化情况

分下游销量占比	2020	2021	2022	2023	2024H1
基础设施	16%	13%	11.7%	10.55%	9%
房地产	16%	13%	11.3%	10.18%	10%
能源及电力	15%	19%	18.3%	19.00%	19%
船舶及海洋工程	13%	15%	10.6%	10.70%	11%
工程机械	11%	12%	8.1%	7.54%	8%
高层建筑、桥梁	9%	8%	9.2%	9.00%	9%
金属制品	9%	5%	7.6%	8.14%	8%
汽车	7%	11%	12.5%	13.87%	15%
家电	4%	4%	3.7%	4.45%	4%
装备制造			5.7%	5.65%	6%
其他			1.1%	1.17%	1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%

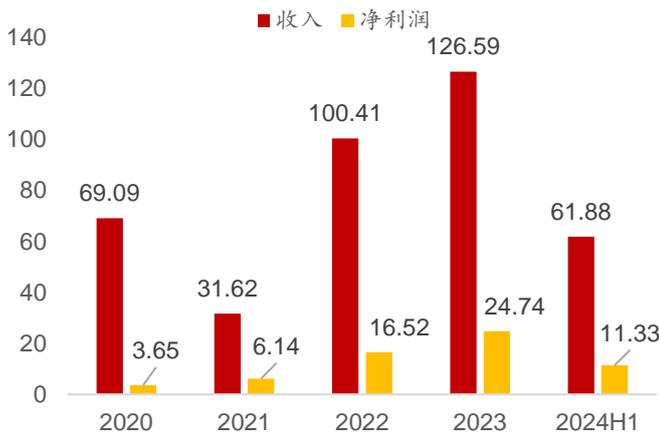
资料来源：华菱钢铁 2020 年-2024H1 各期年报、半年报，西部证券研发中心

表 4：2020-2024H1 公司高端品种钢产品的销量及占比情况（万吨）

品种钢	2020	2021	2022	2023	2024H1
工程机械用钢	323	292	208	178	91
汽车用钢	214	238	290	329	180
能源与油气用钢	204	211	228	254	106
造船与海工用钢	139	152	146	178	85
桥梁与基建用钢	183	179	213	190	82
金属制品用钢	97	88	158	162	70
电工钢	79	151	148	166	
家电用钢	42	65	63	86	44
其他	18	34	12	19	6
装备制造用钢			122	121	57
硅钢					99
合计	1298	1410	1588	1683	821
占比总销量	51.65%	54.76%	59.81%	63.44%	64.60%

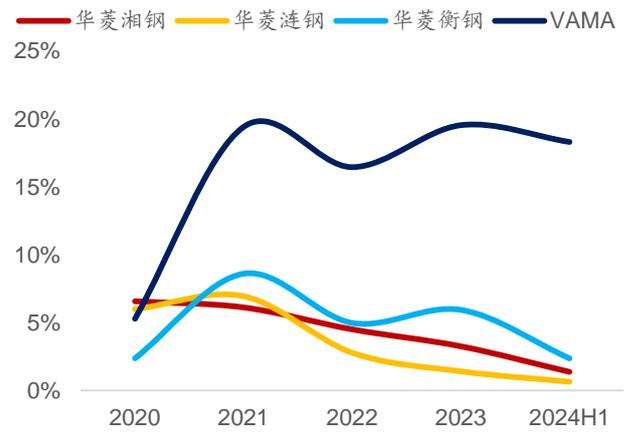
资料来源：华菱钢铁 2020 年-2024H1 各期年报、半年报，西部证券研发中心

图 16: 2020-2024H1 子公司 VAMA 的收入和净利润 (亿元)



资料来源: iFinD、西部证券研发中心

图 17: 2020-2024H1 各子公司的归母净利率情况 (VAMA 最高)



资料来源: iFinD、西部证券研发中心

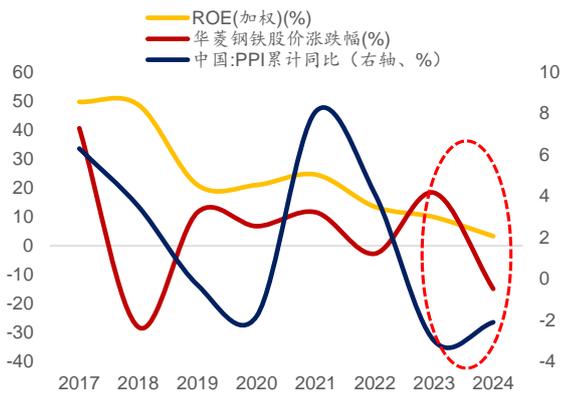
公司盈利能力处于 2017 年以来低点, 2024 年年底 PMI 持续扩张、PPI 有望修复, 公司盈利修复值得期待。

1、综上所述, 1) 无论是从下游销量占比来看: 2020-2023 年, 代表高端装备制造业的“能源及电力+船舶及海洋工程+工程机械+汽车+装备制造”合计占比从 46% 提升至 56.76% (2024H1 进一步提升至 59%); 2) 还是从公司披露的高端品种钢销量来看: 2020-2023 年, 占比公司总销量从 51.65% 提升至 63.44% (2024H1 进一步提升至 64.60%); 3) 加上专注于中国高端汽车用钢市场的子公司 VAMA 收入和利润增速快 (2020-2023 年收入 CAGR 为 22.37%; 归母净利润 CAGR 为 89.25%), 且归母净利率水平显著超出其他三家子公司, 意味着 VAMA 的收入和利润占比在公司总收入和利润结构中持续提升; 因此, 我们认为, 华菱钢铁整体的业务布局和盈利能力与中国中高端制造业的景气度和表现紧密相关, 类似于 PPI 在企业层面的映射和缩影。

2、公司盈利能力处于近年来低点, 1) 从 ROE 的表现来看, 2023、2024Q3 (累计) 分别为 9.84%、3.32%, 是公司自 2017 年以来表现最为不佳的年度; 2) 从单季度毛利率的表现来看, 2024Q1、2024Q3 分别为 5.87%、6.85%, 也是公司自 2017 年以来表现最为不佳的 2 个季度; 总体来看, 2023、2024 年公司的盈利能力表现与 PPI 当月同比数据的表现较为相似 (PPI 当月同比数据从 2022 年 10 月份开始转为负值, 并一直延续至 2024 年 11 月)。

3、2024 年 Q4 以来, PMI 和 PPI 有所修复, 公司盈利修复值得期待。1) 2024 年 11 月, 中国人民银行发布《2024 年第三季度中国货币政策执行报告》, 提出“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量, 推动物价保持在合理水平”。2) 根据国家统计局公布的数据, 2024 年 10、11、12 月制造业 PMI 分别为 50.10%、50.30%、50.10%, 连续三个月保持在临界点以上, 存量政策和一揽子增量政策效果逐渐显现, 带动消费品制造景气度回升和非制造业景气度改善, 制造业供需两端继续扩张; 2025 年 1 月, 受到春节假日临近、企业员工集中返乡等因素影响, 制造业 PMI 为 49.10%。3) 根据国家统计局公布的数据, 2024 年 10、11、12 月 PPI 分别为 -2.90%、-2.50%、-2.30%, 降幅均有所收窄, 我们认为, 作为先行指标的制造业 PMI 在 2024 年 Q4 连续 3 个月持续扩张, 未来可能带动 PPI 恢复上行, 华菱钢铁盈利修复值得期待。

图 18: 2017-2024 年, 中国 PPI 和华菱钢铁的股价、ROE (%)



资料来源: iFinD、西部证券研发中心

图 19: 2017-2024 年, 中国 PPI 和制造业 PMI 的走势情况 (%)



资料来源: iFinD、西部证券研发中心

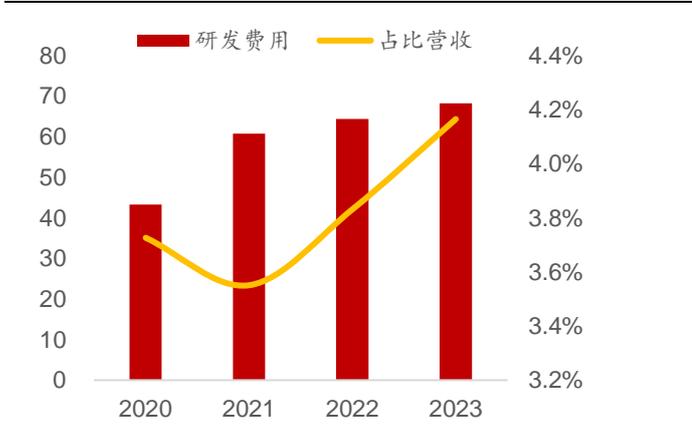
3.2 研发费用高、环保投入力度大, 高端化+绿色化+智能化顺应产业趋势

1) **研发费用高: 近三年研发费用均超过 60 亿元/年, 2023 年是四家头部钢企中唯一研发占比超过 4% 的。**2020-2023 年, 公司研发费用分别为 43.33、60.78、64.41、68.28 亿元, 占比营收分别为 3.73%、3.55%、3.83%、4.17%, **在四家头部钢企中 (宝钢股份、中信特钢、南钢股份、华菱钢铁), 公司 2023 年的研发费用不但是绝对额最大, 也是占比营收唯一一家超过 4% 的。**公司拥有华菱湘钢、华菱涟钢 2 个国家企业技术中心, 5 个省级企业技术中心、2 个专家工作站、2 个博士后科研工作站、5 个国家认可的理化检测中心, 以及湖南省高强结构及工程机械用钢工程技术研究中心等 5 个省级工程技术研究中心、湖南省焊接工艺技术重点实验室、湖南省高技术船舶与海洋工程用钢湖南省工程研究中心、湖南省先进中厚板中试基地等省级以上研发平台。其中理化检测中心是国内全部通过 ISO、CMA、CNAS 三大体系认证、认可的知名实验室, 拥有一大批先进精密的检化验仪器和自动化检测线, 主要从事冶金原燃辅料、钢铁、铁合金成分分析和钢铁的力学性能、工艺性能、金相检验等业务。焊接实验室 2014 年被中华全国总工会命名为艾爱国大师劳模创新工作室, 拥有美国 LINCON 公司焊机等多种先进的焊接工艺设备。在中国共产党成立 100 周年之际, 党中央首次评选颁授“七一勋章”, 艾爱国同志获此殊荣, 受到习近平总书记亲自颁授奖章, 成为钢铁行业唯一、湖南省唯一。

2) **产品高端化: 销研产一体化, 强力推进集成产品开发机制 (IPD)。**自 2013 年起, 公司强力推进 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, 实现现场制造优势到满足客户需求的高端产品之间的无缝对接。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, 小批量、多品种多规格的订单要保证及时交付, 使公司生产组织难度成倍增加; 客户的个性化需求复杂, 为他们量身打造独一无二的牌号越来越多, 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, 可谓“保姆式服务”。公司还要持续进行产品和技术创新, 以满足下游客户的产业升级需求, 要生产一代、研发一代、储备一代, 和客户在产业链上共同创造价值。在 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, 在宽厚板、冷热轧板等产品建立起细分市场领先优势。公司产品结构调整紧盯设备大型化、服役环境复杂化、装备轻量化和能耗高效化发展需要, 不断推动着品种向产业链、价值链高端延伸, 助力国内外重点工程建设。“华菱制造”

助力“大国重器”、添彩“超级工程”，在全球 1000 多个重点项目和标志性工程使用，在能源与油气、造船和海工、基建和桥梁、工程机械、汽车和家电等细分领域建立了领先优势。

图 20：2020-2023 年公司研发费用和占比营收情况（亿元）



资料来源：iFind、西部证券研发中心

图 21：公司生产的高端产品部分用于船舶与海洋工程等重点项目



资料来源：华菱钢铁 2023 年社会责任报告、西部证券研发中心

表 5：2019-2023 年四家头部钢企的研发费用及占比情况（2023 年华菱钢铁是唯一占比超过 4%的）

研发费用 (亿元)	2019	2020	2021	2022	2023
华菱钢铁	11.38	43.33	60.78	64.41	68.28
中信特钢	27.86	27.07	34.87	38.51	44.52
宝钢股份	88.64	87.26	113.71	31.68	34.19
南钢股份	5.82	8.49	21.35	23.11	24.02
研发费用占比	2019	2020	2021	2022	2023
华菱钢铁	1.06%	3.73%	3.55%	3.83%	4.17%
中信特钢	3.84%	3.62%	3.58%	3.92%	3.90%
宝钢股份	1.21%	1.60%	2.82%	3.27%	3.31%
南钢股份	3.04%	3.08%	3.12%	0.86%	0.99%

资料来源：华菱钢铁、中信特钢、宝钢股份、南钢股份 2019-2023 年年报，西部证券研发中心

3) **环保投入力度大**：根据公司发布的社会责任报告，2020-2023 年，公司环保投入金额分别为 12.20、18.82、18.00、19.00 亿元。公司践行节能减排、绿色低碳的发展模式，走可持续发展之路，努力打造环境友好型、资源节约型绿色钢铁企业，致力于实现企业的绿色发展与高质量发展相融共生。2023 年，公司全力冲刺超低排放改造，华菱湘钢烧结机烟气脱硫、华菱涟钢钢渣处理工程(二期)项目、华菱衡钢炼铁原料场全封闭等项目完成改造并投运，各项环保指标持续向好；大力发展循环经济，通过工序余热余压余能及蒸汽回收发电等多种方式，提升综合能源利用效率和清洁自发电比例，报告期自发电量达 92.23 亿度，相当于全年节约标准煤消耗 105 万吨、减排二氧化碳量 270 万吨以上，华菱湘钢绿色转型案例被中央电视台新闻联播报道；打造花园式工厂，华菱湘钢、VAMA 入选国家级“绿色工厂”，阳春新钢获得“全国环境友好型企业”称号。2023 年华菱湘钢成功创建国家工业旅游示范点，与城市共享美丽的生态环境。

4) **智能化水平不断提升, 极致对标挖潜锤炼精益生产能力**。公司瞄准“让设备开口说话、让机器自主运行、让企业更有效率”的目标, 不断推进 5G、人工智能等新信息技术与生产现场深度融合。其中, 华菱湘钢与华为、湖南移动战略合作, 系统升级改造的五米宽厚板厂废钢吊运智慧天车正式投用, “5G+智慧天车”成为钢铁行业 5G 网络实景运用的首例实践。另外, 还实现了连铸机器人自动加渣、棒材自动打捆、铁路道口无人值守、AI 智能检测等, 生产效率进一步提升。华菱连钢建立了设备智能运维中心, 设备维护从传统的点检模式向智能预知维护模式转变; 建立了智能协同管控中心, 实现生产调度管理由人工监控管理向数字化管控转变; 建立了云数据中心, 初步奠定新 IT 基础设施平台。华菱衡钢完成钢管逐支跟踪、钢管表面质量智能检测、钢管自动打包系统等智能化改造, 首次运用检测机器人, 推进站点无人值守、天车自动运行, 被工信部授予“无缝钢管智能工厂试点示范企业”。

3.3 资本开支高峰用于硅钢项目, 投产期叠加铁矿石成本下降贡献高弹性

2020-2023 年公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 42.62、45.65、60.96、62.09 亿元, 2024Q3 (累计) 为 33.04 亿元, 我们查询《湖南钢铁集团有限公司 2024 年度第二期中期票据募集说明书》可知, 公司主要在建项目中, 投资规模最大的是**华菱连钢冷轧硅钢产品二期工程建设项目**。根据公司公告, 该项目投资估算 59.77 亿元, 其中第一步工程投资为 20.66 亿元, 于 2023 年 7 月启动, 建设工期 18 个月, 实现年产 8 万吨取向硅钢成品; 第二步工程投资为 39.11 亿元, 于 2024 年 9 月启动, 建设工期 15 个月, 实现年产 22 万吨取向硅钢成品以及 40 万吨无取向硅钢成品。

- 硅钢是一种含硅量为 0.5%-4.5% 的极低碳硅铁合金材料, 具有导磁率高、矫顽力低、电阻系数大等优异特性, 根据硅钢中晶粒排列方式和晶体取向聚集程度, 可以分为取向硅钢和无取向硅钢两大类: 1) 取向硅钢, 晶粒在轧制方向朝向一致, 具有优异的磁感应强度, 适用于静止器领域, 如各种类型的变压器。根据磁感强度的大小, 取向硅钢可进一步划分为高磁感取向硅钢 (Hi-B, 磁感应强度 $\geq 1.88\text{T}$) 和一般取向硅钢 (CGO, 磁感应强度 $< 1.88\text{T}$)。2) 无取向硅钢, 晶粒朝向各不相同, 在各个方向上都具有良好的磁感强度, 适用于转动器领域, 如工业电机、新能源汽车驱动电机、各类家电电机等。根据其铁损性能, 对应牌号 470 及以下为高牌号无取向硅钢, 其余为中低牌号无取向硅钢。**由于取向硅钢的制造技术高度复杂、工艺窗口狭窄, 对成分的控制要求严格, 尤其是高牌号、高磁感取向硅钢技术壁垒极高、盈利能力强, 代表着钢铁制造的最高水平, 被誉为钢铁产品“皇冠上的明珠”。**
- 根据公司公告内容 (《关于连钢电磁材料公司建设冷轧硅钢产品二期项目的投资公告》), 变压器是电力传输和使用中不可或缺的重要设备, 电力需求增长直接驱动变压器产品的需求, 带动对取向硅钢的需求。在“碳达峰、碳中和”背景下, “西电东送”工程、农网改造工程、智能电网建设改造工程全面拉开, 风电、光伏等新能源发电行业快速发展, 有力拉动了变压器市场的稳定持续增长。同时, 变压器能效升级速度加快, 也促进了变压器产品结构优化和技术革新, 为高牌号取向硅钢市场带来了新的发展机遇。中国金属学会电工钢分会统计数据显示, 近年来我国取向硅钢产量持续增长, 产量由 2018 年的 121.9 万吨增长至 2022 年的 217.4 万吨, 年复合增长率 15.6%。其中, 2022 年全国 Hi-B 高磁感取向硅钢产量约为 140.74 万吨、同比增长 18.35%, 占比为 64.86%。根据我国输变电建设规划以及配电网能效升级计划, 未来取向硅钢需求总量仍将保持 10% 以上的年度增长, 尤其是高牌号、高磁感取向硅钢需求增长

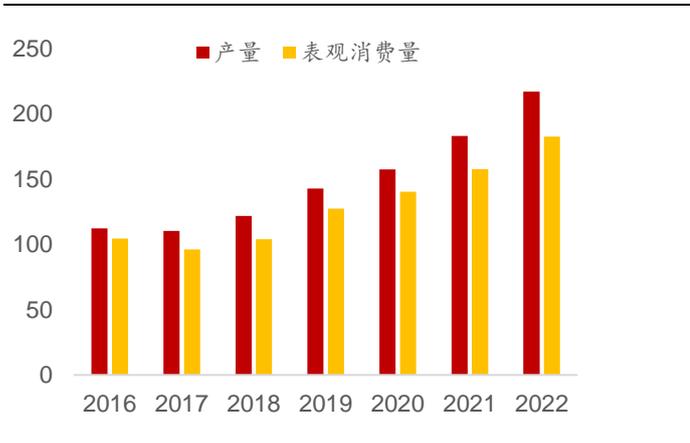
潜力更大。因技术壁垒较高，高端取向硅钢成品市场集中度高，长期供给格局相对优异，未来一定时期内仍将是卖方市场，目前是建设冷轧硅钢产品二期项目的重要机遇期。

表 6：硅钢的不同类别及主要用途

类别	主要用途	备注
热轧硅钢	热轧低硅钢	家用电机和微电机
	热轧高硅钢	变压器
冷轧硅钢	无取向硅钢	电机、发电机
	一般取向硅钢 (CGO)	变压器 (铁心) 的生产、大型电机 (风电、水电)
	高磁感取向硅钢 (Hi-B)	
		热轧硅钢基本已淘汰

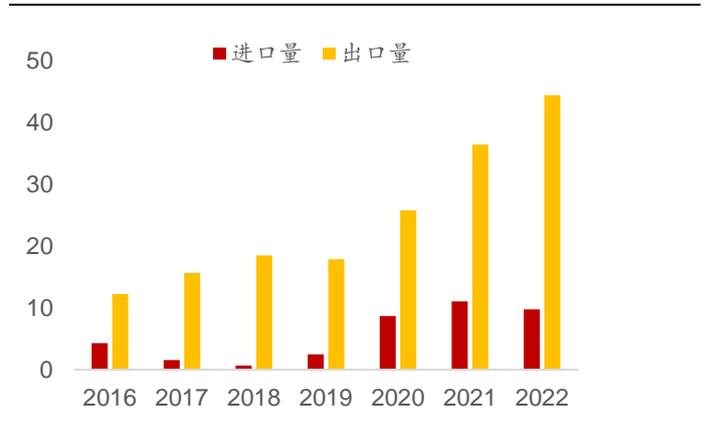
资料来源：望变电气招股说明书，西部证券研发中心

图 22：2016-2022 年中国取向硅钢的产量和消费量 (万吨)



资料来源：中金协板材加工分会、西部证券研发中心

图 23：2016-2022 年中国取向硅钢的进出口情况 (万吨)



资料来源：中金协板材加工分会、西部证券研发中心

2025-2026 年是全球铁矿石项目集中投产期，价格中枢相比 2024 年有望继续下移。

1、四大矿山方面，2025 年淡水河谷的 Vargem Grande 项目和 FMG 的铁桥项目分别有望贡献 550、500 万吨增量，总体来看，2025-2026 年四大矿山的增量项目有望贡献全球铁矿石总量的 1%-2% (2022 年全球铁矿石总产量为 24.56 亿吨)。

2、其他矿山方面，澳大利亚的 Mineral Resources 和巴西的 Samarco 有望在 2025 年形成约 1650 万吨的增量，总体来看，2025-2026 年其他矿山的增量项目有望贡献全球铁矿石总量的 1%-3%。

3、我们在前文中已经介绍，**2025-2026 年是全球铁矿石项目集中投产期，四大矿山+其他矿山增量项目有望贡献铁矿石总产量的 2%-5%**；另一方面，自 2022 年以来，中国粗钢产量一直维持在 10 亿吨左右 (2022、2023、2024 截止 11 月末分别为 10.13、10.19、9.29 亿吨)，意味着铁矿石的下游需求保持相对稳定 (实际上从粗钢产量的数据来看，2024 年需求有所下降)，在供需形势保持宽松的情况下，**我们预计 2025、2026 年铁矿石价格仍有望保持松动** (2024 年铁矿石均价为 846.33 元/吨，相比 2023 年下降 7.02%)。

4、根据《湖南钢铁集团有限公司 2024 年度第二期中期票据募集说明书》，2021-2023 年，

公司采购铁矿石量分别为 3273.59、3591.90、3511.00 万吨，其中进口矿为 2938.64、3210.00、3185.50 万吨，国内矿为 334.95、381.90、325.50 万吨；采购均价分别为 1239.50、939.21、962.40 元/吨，其中进口矿均价为 1228.01、929.00、965.00 元/吨，国内矿均价为 1340.26、1025.00、937.00 元/吨。

5、综上所述，1) 公司资本开支集中投入的华菱涟钢冷轧硅钢产品二期工程建设项目有望于 2025 年年底、2026 年年初集中投产，实现年产 22 万吨取向硅钢成品以及 40 万吨无取向硅钢成品，技术壁垒高、产品价值量高、盈利能力强；2) 同时，2025-2026 年也是全球铁矿石项目集中投产期，价格中枢相比 2024 年有望继续下移，因此，**高端硅钢项目投产期叠加铁矿石成本下降，2025-2026 年公司业绩弹性释放值得期待。**

表 7：2025-2026 年四大矿山新项目的投产情况（万吨）

四大矿山	主要矿山项目	产能(万吨)	2025 年可能增量	2026 年可能增量
RIO TINTO(Pilbara)	Gudai-Darri	5000	400	400
	Western Range	1300	300	800
BHP(WA10)	South Flank	8000	300	300
FMG	Iron Bridge	2200	500	800
	Vargem Grande	1500	550	900
VALE	Capanema	1500	400	800
	S11D	2000	50	400
合计			2500	4400

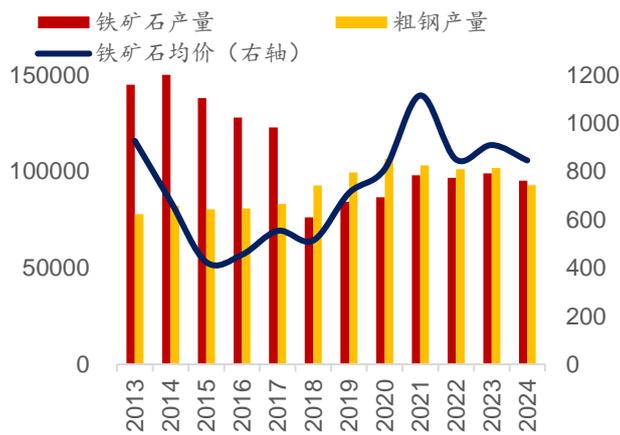
资料来源：四大矿山季报、新闻信息等，西部证券研发中心

表 8：2025-2026 年其他矿山新项目的投产情况（万吨）

所属国家	矿山项目	产能(万吨)	2025 年预计增量	2026 年预计增量
澳大利亚	Onslow	3500	1100	1500
澳大利亚	Lake Giles	300	150	
澳大利亚	Mcphee Creek	1000	100	200
澳大利亚	Beebyn-W11	150	50	100
巴西	Cltabirito P15			200
巴西	Mina Germano	1600	550	600
巴西	Serra Azul Mine	290	100	190
几内亚	Simandou 北部 1/2 号	6000	100	1000
几内亚	Simandou 南部 3/4 号	6000	200	2000
加蓬	Baniaka	500	50	150
喀麦隆	Bipindi-Grand Zambi	200	100	100
阿尔及利亚	Gara Djebilet	200	50	150
利比里亚	Liberia Mine	1500	400	500
利比里亚	Bomi	500	200	200
合计			3150	6890

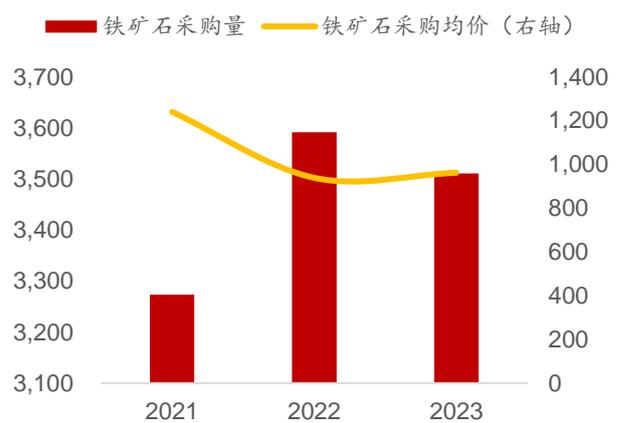
资料来源：各大矿山季报、新闻信息等，西部证券研发中心

图 24：2013-2024 年铁矿石的量价和粗钢产量（万吨、元/吨）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

图 25：2021-2023 年公司采购的铁矿石量和价（万吨、元/吨）



资料来源：湖南钢铁集团中期票据募集说明书、西部证券研发中心

3.4 估值分位处于历史底部附近+地方国企存在市值考核压力=安全边际足

1) **和自己过往历史比**：公司目前 PB 为 0.56 倍（一致预期值，对应 2025 年 2 月 5 日收盘价），处于自上市以来的估值历史底部区域附近；2) **和同行业竞争对手比**：我们选取特钢行业四大龙头公司宝钢股份、中信特钢、南钢股份、华菱钢铁作为对比，可以发现，2017-2023 年，**收入复合增速华菱钢铁排在第二**（中信特钢、华菱钢铁、南钢股份、宝钢股份分别为 49.46%、13.54%、11.57%、2.97%）；**归母净利润复合增速华菱钢铁排在第二**（中信特钢、华菱钢铁、南钢股份、宝钢股份分别为 56.13%、3.54%、-6.60%、-7.58%）；**毛利率、净利率、ROE 的绝对值和稳定性方面，华菱钢铁排在第二**（详细数据请见下文表 10）；**研发费用绝对额和研发费用占比华菱钢铁排在第一**（详细数据请见上文表 5），而估值方面，中信特钢、南钢股份、宝钢股份、华菱钢铁的 PB 分别为 1.48、1.07、0.74、0.56 倍（一致预期值，对应 2025 年 2 月 4 日收盘价），**华菱钢铁排在第四**。3) 2024 年 12 月 17 日，国务院国资委发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，要求推动中央企业高度重视控股上市公司市场价值表现，切实维护投资者权益，促进资本市场健康稳定发展，规范开展市值管理工作，具体手段包括并购重组、市场化改革、信息披露质量、投资者关系管理、投资者分红回报、股票回购增持等，并提出要将市值管理作为一项长期战略管理行为，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，强化正向激励。12 月 23 日至 24 日，国务院国资委召开中央企业负责人会议，再次强调要树牢科学市值管理理念，更好维护资本市场稳定。我们认为，**公司估值水平处于历史底部区域、相比同行业竞争对手估值明显低估，在央国企存在市值考核压力的形势下，公司的安全边际较足、估值修复值得期待。**

图 26: 华菱钢铁 PB (一致预期值, 对应 2025 年 2 月 5 日股价) 为 0.56 倍, 目前处于历史底部区域附近



资料来源: iFinD、西部证券研发中心

表 9: 2017-2023 年华菱钢铁及同行业龙头的营业收入和归母净利润情况 (亿元)

营业收入	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
中信特钢	102.27	125.73	726.20	747.28	973.32	983.45	1140.19	49.46%
华菱钢铁	765.11	911.79	1071.16	1162.76	1711.76	1680.99	1638.97	13.54%
南钢股份	376.01	436.47	479.70	531.23	756.74	706.67	725.43	11.57%
宝钢股份	2890.93	3047.79	2915.94	2836.74	3643.49	3677.78	3445.00	2.97%
归母净利润	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
中信特钢	3.95	5.10	53.86	60.24	79.53	71.05	57.21	56.13%
华菱钢铁	41.21	67.80	43.91	63.95	96.80	63.79	50.79	3.54%
南钢股份	32.00	40.08	26.06	28.46	40.91	21.61	21.25	-6.60%
宝钢股份	191.70	215.65	124.23	126.77	236.32	121.87	119.44	-7.58%

资料来源: iFind、西部证券研发中心

表 10: 2017-2023 年华菱钢铁及同行业龙头的毛利率、净利率、ROE

毛利率	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中信特钢	11.56%	12.60%	18.01%	17.97%	17.12%	14.74%	13.14%
华菱钢铁	13.82%	17.43%	13.52%	14.29%	12.85%	10.32%	9.40%
南钢股份	16.34%	20.11%	13.28%	10.91%	11.68%	10.75%	10.60%
宝钢股份	14.07%	14.99%	10.88%	10.84%	13.26%	5.84%	6.20%
净利率	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中信特钢	3.86%	4.06%	7.42%	8.07%	8.18%	7.23%	5.17%
华菱钢铁	6.92%	9.44%	6.21%	5.99%	6.12%	4.57%	4.05%
宝钢股份	7.06%	7.64%	4.62%	4.93%	7.26%	3.81%	3.99%
南钢股份	9.04%	10.86%	7.01%	6.00%	5.41%	3.29%	3.09%
ROE 平均	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中信特钢	10.19%	12.10%	36.34%	22.48%	26.01%	20.57%	15.28%

华菱钢铁	49.69%	48.64%	19.20%	20.66%	24.48%	13.38%	9.84%
南钢股份	34.90%	29.74%	16.21%	14.05%	16.33%	8.24%	8.08%
宝钢股份	13.42%	12.64%	7.00%	7.00%	12.59%	6.32%	6.05%

资料来源：iFind、西部证券研发中心

四、盈利预测与估值

4.1 关键假设与盈利预测

一、板材

1) 宽厚板: 2021-2023年销量分别为606、606、596万吨, 增速分别为1.51%、0.00%、-1.65%, 价格分别为5499.53、5332.27、4736.64元/吨; 考虑到公司产品高端化带来业务结构的调整, 宽厚板产品在新产品中的占比有所下降, 我们预计2024-2026年, 销量分别为584.08、572.40、560.95万吨, 增速均为-2%; 价格和盈利能力处于近年来的低点, 我们假设价格分别为4499.80、4499.80、4499.80元/吨, 增速分别为-5.00%、0.00%、0.00%; 我们判断行业有望迎来盈利触底回升的阶段, 假设2024-2026年宽厚板的毛利率分别为10.00%、10.50%、11.00% (2021-2023年分别为16.23%、15.58%、12.63%);

2) 热轧板卷: 2021-2023年销量分别为452、450、414万吨, 价格分别为5785.65、5917.15、4167.66元/吨, 考虑到公司产品高端化带来业务结构的调整, 热轧板卷盈利能力偏低, 在新产品中的占比将逐步下降, 我们预计2024-2026年, 销量分别为391.23、365.80、342.02万吨, 增速分别为-5.50%、-6.50%、-6.50%; 价格和盈利能力处于近年来的低点, 我们假设价格分别为3959.28、3959.28、3959.28元/吨, 增速分别为-5.00%、0.00%、0.00%; 我们认为热轧板卷接近盈利触底回升的节点, 假设2024-2026年热轧板卷的毛利率分别为10.00%、10.00%、12.00% (2021-2023年分别为18.66%、11.41%、12.44%);

3) 冷轧板卷: 2021-2023年销量分别为163、178、192万吨, 价格分别为6072.84、4980.11、4433.74元/吨, 考虑到公司冷轧项目产能利用率仍在提升, 新项目中冷轧产品占比将持续提升, 我们预计2024-2026年, 销量分别为207.36、223.95、237.39万吨, 增速分别为8.00%、8.00%、6.00%; 冷轧产品需求相对旺盛, 我们假设价格分别为4522.42、4612.87、4705.12元/吨, 增速均为2%; 考虑到冷轧产品也处于产能相对过剩的阶段, 我们谨慎假设2024-2026年冷轧板卷的毛利率分别为10.00%、10.00%、12.00% (2021-2023年分别为19.64%、10.33%、11.25%);

4) 镀层钢板 (镀铝卷、镀锌卷): 2021-2023年销量分别为149、182、229万吨, 价格分别为7745.04、7390.51、6952.14元/吨, 考虑到公司产品高端化带来业务结构的调整, 镀层钢板盈利能力强、需求旺盛, 在新产品中占比将持续提升, 我们预计2024-2026年, 销量分别为279.38、335.26、392.25万吨, 增速分别为22.00%、20.00%、17.00%; 新产能集中投放后, 我们假设价格分别为6604.53、6604.53、6604.53元/吨, 增速分别为-5.00%、0.00%、0.00%; 2024年价格下降导致毛利率下降较多, 2025、2026价格稳住后我们判断毛利率会有所回升, 因此我们假设2024-2026年镀层钢板的毛利率分别为12.75%、13.50%、14.25% (2021-2023年分别为11.82%、21.42%、25.36%);

二、长材

1) 棒材: 2021-2023年销量分别为684、691、684万吨, 价格分别为4705.79、3748.18、

3966.42 元/吨，考虑到棒材业务属于基础和成熟产品，公司产品高端化带来业务结构的调整，我们预计 2024-2026 年，销量分别为 670.32、656.91、643.78 万吨，增速均为-2%；棒材存量需求大、基本盘稳定，在经历 2024 年的宏观冲击和价格扰动之后，我们判断 2025、2026 年价格会有所回升，因此我们假设价格分别为 3768.10、3805.78、3881.89 元/吨，增速分别为-5.00%、1.00%、2.00%；考虑到棒材业务较为成熟，毛利率相对比较稳定，我们假设 2024-2026 年毛利率均为 5.80%（2021-2023 年分别为 10.22%、6.37%、6.03%）；

2) 线材：2021-2023 年销量分别为 357、371、356 万吨，增速分别为-6.79%、3.92%、-4.04%，价格分别为 4980.62、4327.07、3846.50 元/吨，考虑到线材业务属于基础和成熟产品，公司产品高端化带来业务结构的调整，我们预计 2024-2026 年，销量分别为 338.20、321.29、298.80 万吨，增速分别为-5.00%、-5.00%、-7.00%；线材产能供给较为充足，我们假设价格分别为 3654.17、3654.17、3654.17 元/吨，增速分别为-5.00%、0.00%、0.00%；考虑到线材业务较为成熟，我们假设 2024-2026 年毛利率与 2023 年保持一致为 2.67%（2021-2023 年分别为 10.05%、4.65%、2.67%）；

三、钢管

无缝钢管：2021-2023 年销量分别为 164、177、181 万吨，增速分别为 6.49%、7.93%、2.26%，价格分别为 7214.05、7606.39、6907.14 元/吨，考虑到钢管业务下游应用之一是能源领域（火电锅炉），同时由于公司产品高端化带来业务结构的调整，我们预计 2024-2026 年，销量分别为 184.62、188.31、192.08 万吨，增速均为 2%；2024-2026 年行业有望迎来触底回升的阶段，我们假设价格分别为 6561.78、6561.78、6693.02 元/吨，增速分别为-5.00%、0.00%、2.00%；考虑到 2024-2026 年有望是行业价格触底回升、公司盈利逐步恢复的阶段，我们假设 2024-2026 年无缝钢管的毛利率分别为 6.76%、6.76%、8.76%（2021-2023 年分别为 10.71%、13.63%、13.32%）；

因此，我们预计公司，2024-2026 年，收入分别为 1542.59、1577.67、1616.43 亿元，增速分别为-5.9%、2.3%、2.5%；综合毛利率分别为 7.3%、7.4%、7.9%。

表 11：公司分项业务收入和毛利率预测（单位：亿元）

宽厚板	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	323.14	282.30	262.82	257.57	252.42
Yoy	-3.04%	-12.64%	-6.90%	-2.00%	-2.00%
毛利率	15.58%	12.63%	10.00%	10.50%	11.00%
热轧板卷	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	266.27	172.54	154.90	144.83	135.42
Yoy	1.82%	-35.20%	-10.23%	-6.50%	-6.50%
毛利率	11.41%	12.44%	10.00%	10.00%	12.00%
冷轧板卷	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	88.65	85.13	93.78	103.30	111.69
Yoy	-10.45%	-3.97%	10.16%	10.16%	8.12%
毛利率	10.33%	11.25%	10.00%	10.00%	12.00%
镀层钢板	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	134.51	159.20	184.52	221.42	259.06
Yoy	16.56%	18.36%	15.90%	20.00%	17.00%

毛利率	21.42%	25.36%	12.75%	13.50%	14.25%
棒材	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	259.00	271.30	252.58	250.01	249.91
Yoy	-19.53%	4.75%	-6.90%	-1.02%	-0.04%
毛利率	6.37%	6.03%	5.80%	5.80%	5.80%
线材	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	160.53	136.94	123.58	117.40	109.19
Yoy	-9.71%	-14.70%	-9.75%	-5.00%	-7.00%
毛利率	4.65%	2.67%	2.67%	2.67%	2.67%
无缝钢管	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	134.63	125.02	121.14	123.57	128.56
Yoy	13.80%	-7.14%	-3.10%	2.00%	4.04%
毛利率	13.63%	13.32%	6.76%	6.76%	8.76%

资料来源：iFinD、西部证券研发中心

4.2 估值与投资建议

我们预测，2024-2026年，公司收入分别为1542.59、1577.67、1616.43亿元，增速分别为-5.9%、2.3%、2.5%；归母净利润分别为22.18、26.27、35.47亿元，增速分别为-56.3%、18.4%、35.0%；EPS分别为0.32、0.38、0.51元，PE为14、11、9倍。我们选取A股钢铁行业3家可比公司宝钢股份、中信特钢、南钢股份作为比较（宝钢股份是钢铁行业龙头，主要产品为碳钢、不锈钢和特殊钢三大类，是我国最大、最现代化的钢铁联合企业；中信特钢是中信集团旗下钢铁业务的主要平台之一，是国内特钢长材龙头；南钢股份也是中信集团旗下钢铁业务的主要平台之一，是全球规模效益领先的中厚板龙头企业），计算出可比公司2024-2026年平均PE分别为12、11、11倍（对应2025年2月5日收盘价）；2025年行业平均PB为1.10倍，我们预测华菱钢铁PB为0.52倍，考虑到公司：1）行业β方面，从行政化到市场化，高端、绿色、智能、兼并实现供给侧改革；2）公司α方面，下游聚焦高端装备制造、研发投入和资本开支高、安全边际足，我们给予公司2025年0.66倍PB（2025年行业平均PB的60%水平），对应目标价为5.49元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：A 股同行业可比公司估值（对应 2025 年 2 月 5 日股价）

公司名称	证券代码	收盘价	归母净利润（亿元）			归母净利润增速			PE（倍）			ROE（%）	
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	PB（倍）	2025E
宝钢股份	600019.SH	6.72	95.11	106.83	117.82	-20%	12%	10%	15	14	13	0.74	5.1%
中信特钢	000708.SZ	11.47	54.20	59.41	64.06	-5%	10%	8%	11	10	9	1.48	13.3%
南钢股份	600282.SH	4.49	24.09	26.27	29.32	13%	9%	12%	11	10	10	1.07	9.3%
平均									12	11	11	1.10	9.2%
华菱钢铁	000932.SZ	4.35	22.18	26.27	35.47	-56%	18%	35%	14	11	9	0.52	4.7%

资料来源：除华菱钢铁外，其他公司盈利及估值预测取自 Wind 一致预期，Wind，西部证券研发中心

五、风险提示

- 1) 全球经济复苏不及预期：若全球主要经济体复苏缓慢或衰退超预期，下游行业需求不及预期，或将造成钢铁价格下行。
- 2) 政策风险：若货币政策及财政政策往不利方向发展，或也将造成钢铁价格波动；
- 3) 企业经营不确定性的风险：若钢铁项目受天气或安全事故等因素干扰，公司产量或不及预期；
- 4) 原材料价格上升：原材料价格快速上涨或压缩行业利润。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11,159	5,616	12,729	18,020	19,401	营业收入	168,099	163,897	154,259	157,767	161,643
应收款项	9,042	10,209	8,785	9,070	9,395	营业成本	150,745	148,486	143,809	146,625	148,973
存货净额	12,262	14,554	12,250	12,930	13,476	营业税金及附加	666	653	616	630	646
其他流动资产	25,870	36,269	34,188	32,109	34,189	销售费用	461	446	464	442	453
流动资产合计	58,334	66,648	67,952	72,128	76,461	管理费用	8,206	8,539	7,824	7,953	8,149
固定资产及在建工程	55,741	58,927	59,459	58,848	60,066	财务费用	(18)	72	103	109	99
长期股权投资	726	1,000	757	827	861	其他费用/(-收入)	(675)	(1,791)	(1,824)	(1,860)	(1,899)
无形资产	4,557	5,736	5,965	6,348	6,889	营业利润	8,714	7,491	3,266	3,867	5,223
其他非流动资产	332	822	558	568	646	营业外净收支	(40)	(4)	4	5	5
非流动资产合计	61,356	66,484	66,739	66,591	68,462	利润总额	8,673	7,487	3,270	3,872	5,228
资产总计	119,690	133,133	134,691	138,719	144,923	所得税费用	999	847	370	438	591
短期借款	4,615	3,051	5,367	4,344	4,254	净利润	7,675	6,640	2,900	3,434	4,637
应付款项	39,508	41,842	37,415	39,202	40,143	少数股东损益	1,296	1,561	682	807	1,090
其他流动负债	5,875	6,979	7,450	6,768	7,066	归属于母公司净利润	6,379	5,079	2,218	2,627	3,547
流动负债合计	49,997	51,872	50,232	50,314	51,463	财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款及应付债券	10,916	15,578	16,284	16,991	17,698	盈利能力					
其他长期负债	1,184	1,341	1,160	1,229	1,243	ROE	13.4%	9.8%	4.1%	4.7%	6.0%
长期负债合计	12,100	16,919	17,444	18,220	18,941	毛利率	10.3%	9.4%	6.8%	7.1%	7.8%
负债合计	62,097	68,791	67,677	68,534	70,404	营业利润率	5.2%	4.6%	2.1%	2.5%	3.2%
股本	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909	销售净利率	4.6%	4.1%	1.9%	2.2%	2.9%
股东权益	57,592	64,341	67,014	70,185	74,519	成长能力					
负债和股东权益总计	119,690	133,133	134,691	138,719	144,923	营业收入增长率	-1.8%	-2.5%	-5.9%	2.3%	2.5%
						营业利润增长率	-27.1%	-14.0%	-56.4%	18.4%	35.1%
						归母净利润增长率	-34.1%	-20.4%	-56.3%	18.4%	35.0%
						偿债能力					
						资产负债率	51.9%	51.7%	50.2%	49.4%	48.6%
						流动比	1.17	1.28	1.35	1.43	1.49
						速动比	0.92	1.00	1.11	1.18	1.22
						每股指标与估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
						每股指标					
						EPS	0.92	0.74	0.32	0.38	0.51
						BVPS	7.23	7.71	8.00	8.34	8.81
						估值					
						P/E	4.7	5.9	13.5	11.4	8.5
						P/B	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
						P/S	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。