

2025年3月23日

公司研究

品种钢占比持续提升，自由现金流由负转正

——华菱钢铁（000932.SZ）2024 年年报点评

要点

事件： 公司发布 2024 年年报，全年实现营业总收入 1446.85 亿元，同比-12.03%，归母净利润 20.32 亿元，同比-59.99%；四季度，公司实现营业总收入 330.18 亿元，同比-25.29%，环比-7.55%；归母净利润 2.61 亿元，同比-73.22%，环比-40.68%。

2024 年钢材销量同比-4.64%，吨钢毛利同比-38.16%： 2024 年公司实现钢材销量 2530 万吨，同比-4.64%，吨钢价格为 4339.21 元，同比-6.59%，吨钢毛利为 191.33 元，同比-38.16%。

2024 年研发费用率为 3.95%，品种钢占比同比提升 2pct 至 65%： 2024 年，公司研发投入 57.22 亿元，研发费用率为 3.95%；持续研发投入有效支撑技术升级，2024 年公司重点品种钢销量 1641 万吨，占比 65%，较 2023 年提升 2 个百分点。

2024 年公司折旧总额创近 13 年以来新高水平，自由现金流由负转正。 公司折旧总额连续第三年增长，2024 年达 40.2 亿元，创 2012 年以来新高水平，同比增长 1.6 亿元；自由现金流为 10.52 亿元，同比实现由负转正；分红比例为 33.99%，对应当前股价，股息率为 1.85%。

VAMA 汽车板子公司引领汽车行业轻量化发展趋势，全年净利润为 20.49 亿元： 2024 年汽车板公司成功开发内外双门环、钢制电池包等部件的创新应用，通过多零件集成 (Mult Partintegration™) 激光拼焊和热成形技术相结合等工艺的创新探索，持续满足汽车行业对高强度、高韧性材料不断增长的需求，引领汽车行业轻量化发展趋势。2024 年汽车板子公司净利润为 20.49 亿元。

引进投资者现金增资电磁材料公司 15 亿元，加快推进项目建设落地： 3 月 17 日，公司公告拟通过公开征集方式引入外部投资者现金再增资不超过 15 亿元，并保持华菱涟钢对电磁材料公司的控股比例不低于 51%，有利于加快推进项目建设落地。电磁材料公司硅钢一期第一步工程已于 2023 年 6 月 30 日投产，已实现 20 万吨无取向硅钢成品生产能力；硅钢二期第一步工程正在加快推进，预计 2025 年内新增 20 万吨无取向硅钢成品及 10 万吨取向硅钢成品生产能力。

盈利预测、估值与评级： 由于行业盈利下滑，我们下调公司 2025-2026 年公司归母净利润预测 25.53%、18.30%至 23.04、26.85 亿元，新增 2027 年归母净利润为 31.05 亿元，华菱钢铁作为钢铁行业龙头企业，品种结构有望进一步高端化，维持公司“增持”评级。

风险提示： 原材料价格维持高位；品种钢占比提升不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	163,897	144,112	154,333	155,599	158,553
营业收入增长率	-2.50%	-12.07%	7.09%	0.82%	1.90%
净利润（百万元）	5,079	2,032	2,304	2,685	3,105
净利润增长率	-20.38%	-59.99%	13.41%	16.52%	15.64%
EPS（元）	0.83	0.29	0.33	0.39	0.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.54%	3.79%	4.17%	4.69%	5.22%
P/E	7	18	16	14	12
P/B	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-21

增持（维持）

当前价：5.40 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

021-52523812

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元):	373.07
一年最低/最高(元):	3.32/5.70
近 3 月换手率:	92.66%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	24.89	26.06	-4.82
绝对	23.29	25.58	4.50

资料来源：Wind

相关研报

Q3 业绩显著优于行业平均水平——华菱钢铁（000932.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-31）

二季度业绩环比强劲反弹——华菱钢铁（000932.SZ）2024 年中报点评（2024-08-30）

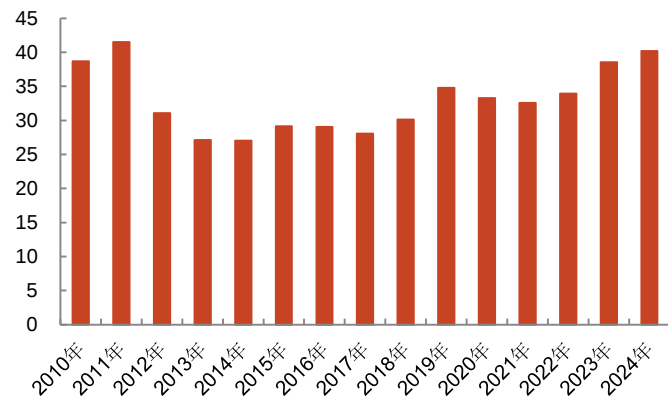
整体竞争优势依然明显——华菱钢铁（000932.SZ）2024 年一季报点评（2024-05-04）

表 1：华菱钢铁年度财务指标（亿元，%）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	1,163	1,712	1,681	1,639	1,441
同比增长	8.6%	47.2%	-1.8%	-2.5%	-12.1%
毛利	166	220	174	154	99
毛利率	14.3%	12.9%	10.3%	9.4%	6.8%
销售费用	4.1	4.1	4.6	4.5	4.9
管理费用	28.9	32.1	17.6	17.1	16.6
财务费用	6.0	2.6	-0.2	0.7	0.9
研发费用	43.3	60.8	64.4	68.3	57.2
期间费用率	7.1%	5.8%	5.1%	5.5%	5.5%
净利润	70	105	77	66	32
所得税率	13.3%	12.4%	11.5%	11.3%	22.7%
归母净利润	64	97	64	51	20
同比增长率	45.6%	51.4%	-34.1%	-20.4%	-60.0%
扣非净利润	63.7	95.7	62.1	46.8	13.1
总资产	907	1,066	1,197	1,331	1,481
期末净资产	385	509	576	643	651
年化 ROE	36.2%	41.2%	26.7%	20.6%	9.8%
自由现金流	77.57	19.50	33.62	-9.37	10.52

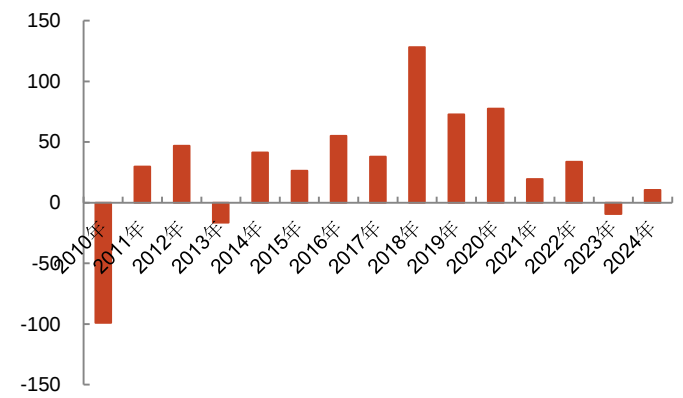
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 1：2010 年至今公司折旧情况（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所（时间截至 2024 年）

图 2：2010 年至今公司自由现金流（亿元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所（时间截至 2024 年）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	163,897	144,112	154,333	155,599	158,553
营业成本	148,486	134,260	143,191	143,918	145,714
折旧和摊销	3,842	4,006	3,441	3,567	3,697
税金及附加	653	709	759	765	780
销售费用	446	489	401	389	381
管理费用	1,711	1,663	1,605	1,603	1,617
研发费用	6,828	5,722	6,128	6,178	6,295
财务费用	72	88	556	649	734
投资收益	470	478	478	478	478
营业利润	7,491	4,220	4,464	4,899	5,880
利润总额	7,487	4,141	4,389	4,847	5,811
所得税	847	942	998	1,102	1,322
净利润	6,640	3,200	3,391	3,744	4,489
少数股东损益	1,561	1,168	1,087	1,060	1,385
归属母公司净利润	5,079	2,032	2,304	2,685	3,105
EPS(元)	0.83	0.29	0.33	0.39	0.45

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,273	5,778	4,895	4,877	5,884
净利润	5,079	2,032	2,304	2,685	3,105
折旧摊销	3,842	4,006	3,441	3,567	3,697
净营运资金增加	11,771	-18,956	2,687	2,705	2,774
其他	-15,419	18,696	-3,536	-4,080	-3,692
投资活动产生现金流	-15,997	-14,259	-5,255	-5,447	-5,296
净资本支出	-6,204	-4,720	-5,103	-5,098	-5,101
长期投资变化	1,000	1,214	-700	-700	-700
其他资产变化	-10,793	-10,753	549	351	505
融资活动现金流	5,989	12,535	107	659	-382
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	5,095	3,684	1,579	2,068	1,226
无息负债变化	1,598	10,487	2,367	248	366
净现金流	-4,544	4,203	-253	89	207

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.4%	6.8%	7.2%	7.5%	8.1%
EBITDA 率	6.5%	5.2%	5.2%	5.6%	6.2%
EBIT 率	4.2%	2.5%	3.0%	3.3%	3.9%
税前净利润率	4.6%	2.9%	2.8%	3.1%	3.7%
归母净利润率	3.1%	1.4%	1.5%	1.7%	2.0%
ROA	5.0%	2.2%	2.2%	2.3%	2.7%
ROE (摊薄)	9.5%	3.8%	4.2%	4.7%	5.2%
经营性 ROIC	6.9%	3.2%	3.9%	4.2%	4.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	52%	56%	56%	56%	55%
流动比率	1.28	0.93	0.97	1.02	1.09
速动比率	1.00	0.76	0.73	0.74	0.75
归母权益/有息债务	2.50	2.15	2.08	2.00	2.00
有形资产/有息债务	5.98	5.71	5.62	5.40	5.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	133,133	148,106	154,751	160,080	165,353
货币资金	5,616	11,056	10,803	10,892	11,099
交易性金融资产	1,804	2,392	2,392	2,386	2,377
应收账款	5,252	3,963	4,244	4,278	4,360
应收票据	723	593	635	640	652
其他应收款 (合计)	99	38	40	41	42
存货	14,554	12,020	17,183	20,148	23,314
其他流动资产	16,414	19,028	18,005	17,879	17,583
流动资产合计	66,648	65,181	69,556	72,532	75,728
其他权益工具	530	467	346	448	420
长期股权投资	1,000	1,214	1,914	2,614	3,314
固定资产	53,536	54,668	55,263	55,875	56,466
在建工程	5,391	8,188	8,766	9,199	9,525
无形资产	5,729	5,573	5,561	5,543	5,532
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	20	12,514	12,545	12,545	12,545
非流动资产合计	66,484	82,925	85,195	87,548	89,625
总负债	68,791	82,962	86,908	89,225	90,817
短期借款	3,051	8,757	7,336	6,404	4,631
应付账款	10,176	10,050	10,719	10,773	10,908
应付票据	16,131	26,341	28,094	28,236	28,589
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,979	8,337	7,826	7,889	8,037
流动负债合计	51,872	70,353	71,595	70,940	69,597
长期借款	15,574	10,851	13,851	16,851	19,851
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,245	1,681	1,456	1,428	1,363
非流动负债合计	16,919	12,609	15,312	18,284	21,219
股东权益	64,341	65,143	67,843	70,856	74,537
股本	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909
公积金	15,451	15,602	15,833	16,101	16,412
未分配利润	30,894	31,186	32,569	34,253	36,239
归属母公司权益	53,260	53,656	55,269	57,222	59,518
少数股东权益	11,082	11,488	12,574	13,634	15,019

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.27%	0.34%	0.26%	0.25%	0.24%
管理费用率	1.04%	1.15%	1.04%	1.03%	1.02%
财务费用率	0.04%	0.06%	0.36%	0.42%	0.46%
研发费用率	4.17%	3.97%	3.97%	3.97%	3.97%
所得税率	11%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.23	0.10	0.11	0.12	0.14
每股经营现金流	0.86	0.84	0.71	0.71	0.85
每股净资产	8.69	7.77	8.00	8.28	8.61
每股销售收入	26.74	20.86	22.34	22.52	22.95

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	7	18	16	14	12
PB	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.8	10.7	10.6	10.2	9.3
股息率	4.3%	1.9%	2.0%	2.2%	2.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP