

华菱钢铁(000932.SZ)增持 (首次评级)

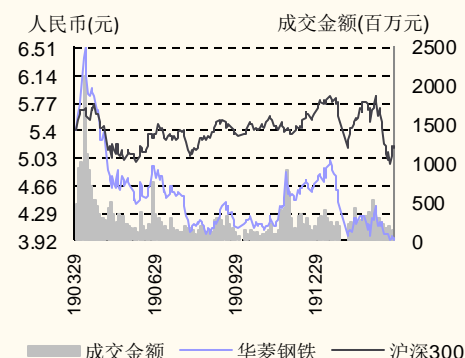
公司深度研究

市场价格(人民币): 3.96 元

目标价格(人民币): 4.26

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	61.29
已上市流通 A 股(亿股)	42.22
总市值(亿元)	242.71
年内股价最高最低(元)	4.38/3.92
沪深 300 指数	3710
深证成指	10110



完成钢铁资产整体上市，开启高分红

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	91,327	107,298	99,180	101,710	104,040
营业收入增长率	19.17%	17.49%	-7.57%	2.55%	2.29%
归母净利润(百万元)	6,780	4,391	5,223	5,419	5,581
归母净利润增长率	64.53%	-35.23%	18.93%	3.75%	3.01%
摊薄每股收益(元)	2.248	1.040	0.852	0.884	0.911
每股经营性现金流净额	4.78	2.51	2.50	2.60	2.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.67%	14.18%	15.75%	15.29%	14.78%
P/E	2.70	4.60	4.69	4.52	4.39
P/B	1.04	0.65	0.74	0.69	0.65

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **2019 年业绩同比下滑，符合预期。**2019 年公司产量破年产记录，全年产铁 1990 万吨，钢 2431 万吨，材 2288 万吨，同比增幅分别为 3.1%、5.6%、6.3%，粗钢跃上 2400 万吨新台阶，汽车板公司实现季度达产。但受到原料铁矿石价格大幅上涨、行业盈利下滑的影响，公司归母净利润 43.91 亿元，同比下降 35.2%，仍好于钢铁上市公司近 60% 的同比下滑幅度，符合预期。
- **完成集团优质钢铁资产注入。**2019 年公司完成了收购集团少数股东持有的华菱湘钢 13.68% 股权、华菱涟钢 44.17% 股权、华菱钢管 43.42% 股权，并现金收购华菱节能 100% 股权、广东阳春新钢 51% 股权，实现了集团钢铁优质资产的整体上市。公司产品结构得到进一步充实，区域布局更为完善，盈利能力也得到进一步增强。
- **华中区位优势显著，增强抗风险能力。**公司是华中地区最大钢企，具有承东启西、连接南北的区域市场优势。而湖南及周边地区特别是广东、湖北、重庆等地工程机械、汽车、装备制造等制造业发展迅速，公司产品具有较强的竞争优势。同时，我们预计 2020 年行业盈利同比下降 20-25% 左右，节奏上，因疫情影响，全年钢价有望呈现前低后高走势。公司凭借一定的区位优势叠加经营管理优势，公司 20 年业绩有望继续跑赢行业平均水平。
- **高分红叠加低估值。**根据公司 2019 年分红预案，现金分红 15.32 亿元，分红比例 35% 左右，对应股息率 6.2%。2019 年是公司具备分红条件的第一年，未来长期稳定高分红可期。同时，公司目前股价对应 PE 为 4.7 倍左右，是估值最低的钢铁股之一，板块内估值有一定优势。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 2020-2022 年公司实现营业收入分别为 991.80 亿元、1017.10 亿元、1040.40 亿元，同比增长-7.57%、2.55%、2.29%；实现归母净利润分别为 52.2 亿元、54.2 亿元、55.8 亿元，同比增长 18.93%、3.75%、3.01%，对应 PE 分别为 4.7 倍、4.5 倍、4.4 倍。给予 20 年 5 倍 PE，目标价 4.26 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险

- 疫情对生产及下游需求影响；钢铁置换产能释放再超预期；大股东股权质押比例相对较高。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gjzq.com.cn

内容目录

一、“三钢”优质资产完成注入，业绩符合预期.....	3
完成收购“三钢”少数股东股权及阳春新钢	4
二、区位优势显著，增加抗风险能力	7
三、迈入高分红队伍，估值在板块内有优势.....	12
四、盈利预测与投资建议.....	13
五、风险提示	14

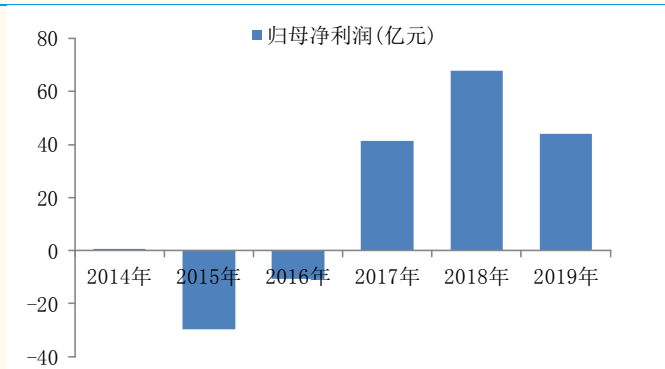
图表目录

图表 1：公司净利润统计.....	3
图表 2：公司资产负债率统计.....	4
图表 3：收购阳春新钢历史进程.....	4
图表 4：阳春钢铁交通便利、水电资源丰富.....	5
图表 5：阳钢注入前后公司营业收入占比.....	5
图表 6：交易对方具体情况.....	5
图表 7：标的资产具体情况.....	6
图表 8：湘钢供货的部分重点项目.....	7
图表 9：公司股权结构.....	8
图表 10：公司产品、产能.....	8
图表 11：公司粗钢产量（万吨）	9
图表 12：湖南省 2010-2018 年粗钢产量（万吨、%）	9
图表 13：湖南省 2010-2018 年钢材产量（万吨、%）	9
图表 14：华菱钢铁下游需求行业具体情况.....	10
图表 15：钢铁供需平衡表.....	10
图表 16：钢价及铁矿石价格（元/吨）	11
图表 17：毛利测算（元/吨）	11
图表 18：全球铁矿石增产统计.....	11
图表 19：公司历年现金分红情况.....	12
图表 20：钢铁板块 2020 年业绩预测.....	12
图表 21：盈利预测.....	13

一、“三钢”优质资产完成注入，业绩符合预期

- 2019 年，公司完成了收购集团少数股东持有的华菱湘钢 13.68%股权、华菱涟钢 44.17%股权、华菱钢管 43.42%股权，并现金收购华菱节能 100%股权、广东阳春新钢 51%股权，实现了集团钢铁优质资产的整体上市。上述“三钢”资产的收购已于 2019 年 12 月份完成资产交割，2020 年 2 月份完成新股登记。收购完成后，公司产品结构进一步充实，区域布局更为完善，盈利能力也得到进一步增强。
- 根据公司近期发布的 2019 年年报，产量实现突破，经营业绩也优于行业平均水平。
 - ✓ 2019 年公司产量破年产记录，全年产铁 1990 万吨，钢 2431 万吨，材 2288 万吨，同比增幅分别为 3.1%、5.6%、6.3%，粗钢跃上 2400 万吨新台阶，汽车板公司实现季度达产。
 - ✓ 2019 年公司实现营业收入 1073.22 亿元，同比增长 5.8%；实现利润总额 77.80 亿元，同比下降 26.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 43.91 亿元，同比下降 35.2%。

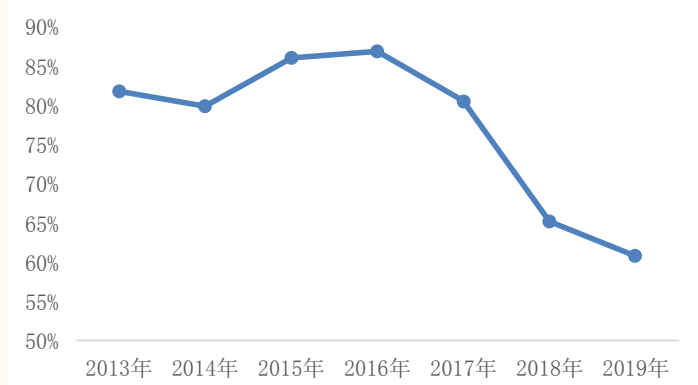
图表 1：公司净利润统计



来源：wind、国金证券研究所

- ✓ 受到 2019 年原料铁矿石价格大幅上涨，以及钢价中枢震荡下移影响，行业盈利普遍出现一定幅度下降，平均吨钢毛利同比下降 46%，已公布业绩预告的钢铁上市公司业绩平均同比下滑 60%以上。公司利润同比下降 40%左右已好于行业平均。
- ✓ 同时，公司归属于上市公司股东的净利润下降幅度大于利润总额下降幅度，主要原因有：一是由于公司核心子公司 2018 年因以前年度亏损尚未弥补，不需要缴纳企业所得税，而今年已须按规定缴纳企业所得税；二是公司引入了六家债转股实施机构以 32.8 亿元增资下属三家核心钢铁子公司，并实施重大资产重组，2019 年公司持有三家核心钢铁子公司股权比例阶段性有所下降。
- ✓ 此外，公司 2019 年资产负债率降至 60.78%，同比降低 1.94 个百分点，为近 6 年来最低水平，融资成本进一步降低。

图表 2：公司资产负债率统计



来源：wind、国金证券研究所

完成收购“三钢”少数股东股权及阳春新钢

- **现金收购阳春新钢。**2019 年 9 月，华菱湘钢与湘钢集团签订了《关于阳春新钢铁 51%股权的收购协议》，以现金 16.6 亿元收购阳春新钢 51%股份，以解决华菱集团潜在同业竞争问题。本次收购已完成股权工商变更，并实现合并报表。

图表 3：收购阳春新钢历史进程

时间	内容摘要
2017.11	华菱集团《关于避免与上市公司潜在同业竞争的承诺函》 自取得阳春新钢控股权之日起 5 年内，将阳春新钢股权注入上市公司，以解决潜在同业竞争问题
2018.12	华菱钢铁、湘钢集团《关于阳春新钢铁有限责任公司之收购框架协议》 华菱钢铁以现金方式收购阳春新钢股份，并获得其控制权
2019.9	华菱钢铁《华菱湘钢现金购买阳春新钢 51%股权暨关联交易的公告》 由于子公司华菱湘钢以现金 165,540.61 万元收购阳春新钢 51%股权
2019.9	对收购协议的补充披露
2019.9	议案获得股东大会表决通过
2019.9	完成股权过户工商变更登记。 该合并为“同一控制下企业合并”，公司将视同阳春新钢一直为上市公司子公司，并对相关财务数据进行追溯调整。

来源：公司公告、国金证券研究所

- 阳春钢铁成立于 2007 年 12 月，地处广东，主营业务为钢材产品的生产销售，主要品种为螺纹钢、建筑线材、盘螺、拉丝材、圆钢，具备年产钢 280 万吨的生产能力，为华南地区精品线、棒材重要生产基地。
- ✓ 2017 年阳钢通过总结经验、补齐短板，优化工艺、理顺体系、创新发展，将年产能提高到 320 万吨，高出设计水平 33%以上。
- ✓ 阳钢南临阳江深水海港宝丰码头，东接云阳高速，交通便利，矿石从沿海运入，产品在广东地区销售，物流成本优势明显；同时，广东省建筑钢材线供不应求，特别是国家取缔“地条钢”后，钢材南北价差不断加大，当地钢企盈利空间进一步放大，区域竞争优势突出。

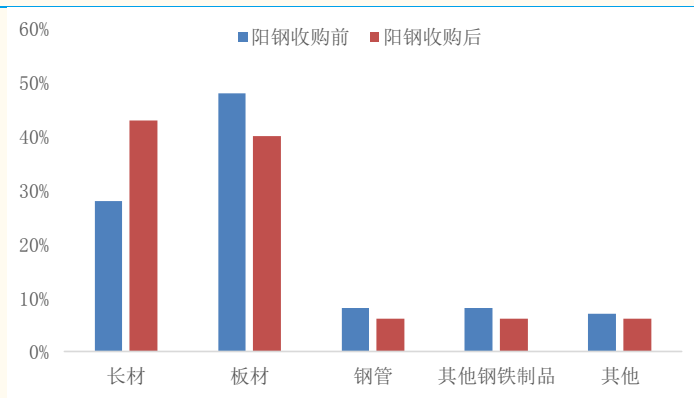
图表 4：阳春钢铁交通便利、水电资源丰富



来源：公司官网、国金证券研究所

- ✓ 2016-2018 年，阳春新钢销售收入、利润稳步增长，营业收入由 65.35 亿元增长至 118.56 亿元，净利润由 0.86 亿元增长至 10.24 亿元，复合增长率分别达到 34.69%和 244.48%，盈利能力较强。
- ✓ 阳钢主要销售区域为广东，而华菱钢材主要为湖南，二者并不重叠，不会产生实质性同业竞争情况。阳钢注入后，公司钢、材产量将分别提高 16.34%、16.69%，生产规模扩大的同时，销售区域增多、市场占有率提高。
- ✓ 阳钢资产负债率 57%，资本结构较好。注入上市公司后，有助于降低公司资产负债率。

图表 5：阳钢注入前后公司营业收入占比



来源：公司公告、国金证券研究所

- **通过市场化债转股机制收购少数股东股权。**为积极响应国家“供给侧结构性改革”、“三去一降一补”工作，尽快摆脱公司资产负债率攀升、财务负担沉重的历史包袱，华菱钢铁拟通过市场化债转股机制收购少数股东股权，以降低企业杠杆率、加强内部资源整合，并最终实现提升企业综合竞争力、持续经营能力、盈利水平的目的。
- ✓ 2019 年 9 月，华菱钢铁向华菱集团、涟钢集团、衡钢集团、建信金融、中银金融、湖南华弘、中国华融、农银金融、招平穗达共 9 名交易对方，发行股份收购其持有的华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管的全部少数股权，向涟钢集团以现金收购其持有的华菱节能 100%的股权。

图表 6：交易对方具体情况

序号	交易对方	持有华菱湘	持有华菱涟	持有华菱钢	持有华菱节
----	------	-------	-------	-------	-------

		钢股权比例	钢股权比例	管股权比例	能股权比例
1	华菱集团	4.8243%	2.4417%	21.0578%	-
2	涟钢集团	-	30.7087%	-	100.00%
3	衡钢集团	-	-	5.1315%	-
4	建信金融	2.1610%	2.6870%	4.2036%	-
5	中银金融	1.6208%	2.0152%	3.1527%	-
6	湖南华弘	1.6208%	2.0152%	3.1527%	-
7	中国华融	1.3506%	1.6794%	2.6273%	-
8	农银金融	1.0805%	1.3435%	2.1018%	-
9	招平穗达	1.0265%	1.2763%	1.9967%	-
	合计	13.6845%	44.1670%	43.4241%	100.00%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢原为华菱钢铁控股子公司，本次交易完成后，华菱钢铁将持有标的公司 100% 股权，将其全部纳入上市公司平台。

图表 7：标的资产具体情况

标的公司	收购比例	标的资产作价
华菱湘钢	13.6845%	212,830.91
华菱涟钢	44.1670%	486,761.84
华菱钢管	43.4241%	173,889.82
华菱节能	100.0000%	173,137.66
合计	-	1,046,620.23

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 华菱涟钢：亚洲最大薄规格高端板材加工基地

- ✓ 华菱涟钢是国家“863”高新技术研究发展计划 CIMS 应用工程示范单位，是国家重点支持发展的 300 家工业企业之一。产品结构以高技术含量、高附加值的超薄高强热轧、冷轧卷板为主，其中热轧产品占比约 52%、冷轧产品占比约 22%、带肋钢筋占比约 26%。
- ✓ 2018 年末，公司总资产 116.74 亿元，所有者权益 46.50 亿元。全年实现营业总收入 70.51 亿元，净利润 14.37 亿元。全年产钢量 748 万吨，同比增长 10%；人均年产钢量 1079 吨，位于行业先进水平。2019 年，公司热处理二期项目投产，处理板加工产能将扩大至 50 万吨，成为亚洲最大的薄规格高端板材加工基地，单体板材热处理厂规模达世界之最。

■ 华菱钢管：国内第二大无缝钢管生产企业

- ✓ 华菱衡钢是中国第二专业化无缝钢管生产企业，现拥有 6 条钢管生产线、2 条管加工生产线、3 套圆管坯生产系统、1 座 1080m3 高炉炼铁系统，具备年产 90 万吨铁、150 万吨钢、200 万吨管、100 万吨管加工的能力。截至 2018 年末，公司总资产 7.57 亿元，总负债 5.74 亿元，所有者权益合计 1.83 亿元。
- ✓ 华菱钢管通过调整产品结构，大大降低钢管对油气行业的依赖程度，提升了在机械加工行业和其他行业的占比，同时通过内部大力降本增效，自 2017 年 4 月开始实现当月扭亏并持续保持月度盈利。

■ 华菱湘钢：全球最大的宽厚板生产基地

- ✓ 华菱湘钢具有年产钢 1000 万吨的综合生产能力，资产总额近 500 亿元，产品涵盖了宽厚板、线材和棒材三大类 400 多个品种。湘钢以船体和海洋平台用钢、压力容器用钢、桥梁结构用钢等品种为主要板材产品，在国内处于领先地位。
- ✓ 2018 年，湘钢拟新建中小棒特钢轧制线工程项目，设计产能 60 万吨，满足高品质钢材的生产开发需求，培育新的增长动能。

图表 8：湘钢供货的部分重点项目



来源：公司公告、国金证券研究所

■ 华菱节能：示范型国家国际科技合作基地

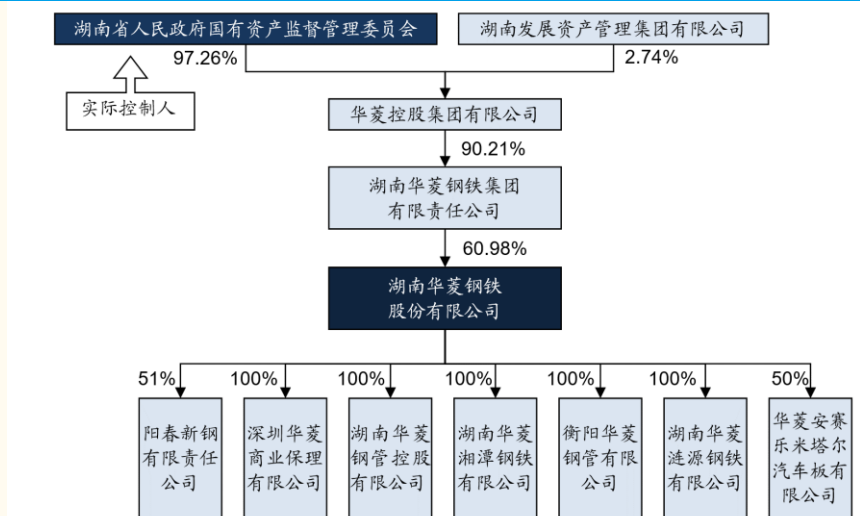
- ✓ 湖南华菱节能环保科技有限公司是华菱集团为推进“1+5”多元发展战略，于 2014 年 4 月成立的全资子公司，总资产 17.7 亿元，主要从事电能的生产和销售。总装机容量 350.50 兆瓦，年均发电量 22 亿千瓦时，年均发电业务总收入 13.5 亿元。
- ✓ 自与湖南省冶金规划设计院合并后，公司大幅提高技术创新和市场开拓能力，稳健步入技术领先、特色鲜明、可持续发展的高速轨道。2018 年度实现归母净利润 1.54 亿元，2019 年 1-5 月实现归母净利润 0.85 亿元，2017-2019 年实现销售利润率 8.04%、10.32%、12.45% 的稳步增长。

- 收购阳钢完成后，阳春新钢将成为华菱湘钢的控股子公司，有效避免了华菱集团与上市公司的潜在同业竞争，提升上市公司的规范治理水平；有助于上市公司进一步完善、丰富现有产品结构，优化在沿海经济发达地区的市场布局。收购少数股东股权完成后，公司资产负债结构更加合理，经营能力提升；同时，有利于加强公司内部资源整合，搭建起“金融+节能发电”双轮驱动的业务架构，并最终形成以湖南地区为主、辐射全国的金融控股平台。

二、区位优势显著，增加抗风险能力

- 公司是华中地区最大钢企，在区域市场具有较强的竞争优势。公司坚持“做精做强，区域领先”的经营理念 and “深耕行业、区域主导、领先半步”的营销策略，品种结构调整取得了积极进展。
- ✓ 公司第一大股东为华菱钢铁集团，持股比例 60.98%；实际控制人为湖南省国资委。
- ✓ 目前控股子公司包括：湖南华菱湘潭钢铁有限公司、衡阳华菱钢管有限公司、湖南华菱涟源钢铁有限公司、华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司等。

图表 9：公司股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司以板材为主导产品的现代化大型钢铁联合企业，为国内前十大钢铁企业之一，也是湖南省重要的国有钢企。
- ✓ 公司以冷、热轧超薄板、宽厚板、大小口径齐全的无缝钢管、精品线材等特色产品作为发展重点，目前已形成具有国内外先进装备水平的板、管、线系列产品生产线。公司具有全球最大的宽厚板制造基地，冷热轧薄板系列产品处于国内同行业领先水平，无缝钢管制造实力全球排名第五、全国第二。

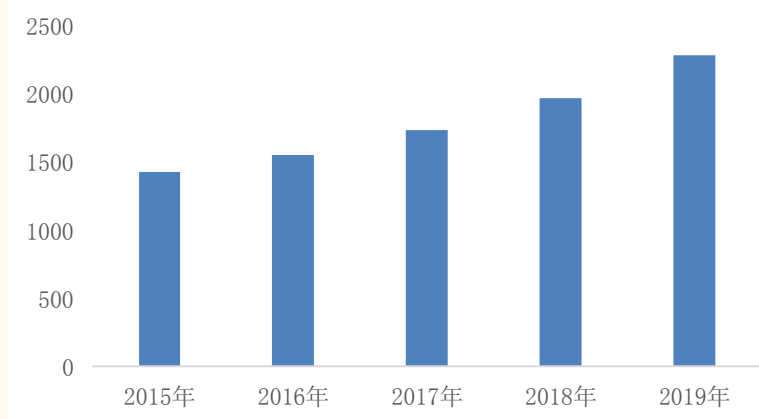
图表 10：公司产品、产能

品种	产能（万吨）	主要下游
热轧板卷	700	船舶、汽车、桥梁、建筑、机械、压力容器等
冷轧板卷	240	机械、家电、汽车等
宽厚板	500	船舶、压力容器、桥梁、海洋工程等
棒材	290	建筑、桥梁、道路、基建等
线材	240	建筑、包装、各类深加工钢材（预应力钢丝、镀锌绞线钢丝绳等）原料
钢管	170	机械、高压容器、油气管道等
带钢	40	低压容器、小型五金产品、焊接钢管和冷弯型钢原料
合计	2180	

来源：公司公告（考虑收购阳钢）、国金证券研究所

- ✓ 公司主要产品应用于造船、海洋工程、桥梁、高压容器、汽车、家电、工程机械、油气等多个领域。近年来，根据市场环境和需求，公司对国内短缺的高强度轿车用钢、高强度船板、大功率火电及核电用特厚板 and 高压锅炉管、X80 及以上管线钢等高精尖产品进行重点开发生产，相关产品实现进口替代。

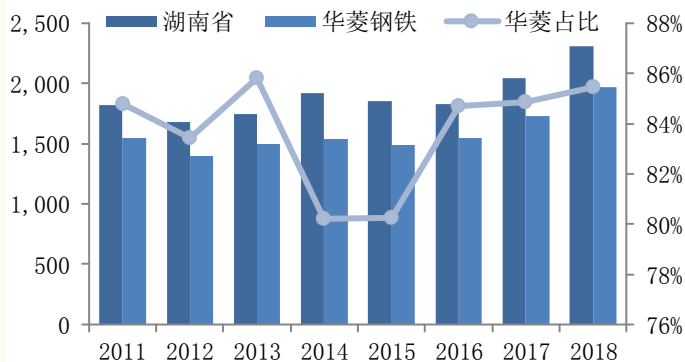
图表 11：公司粗钢产量（万吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

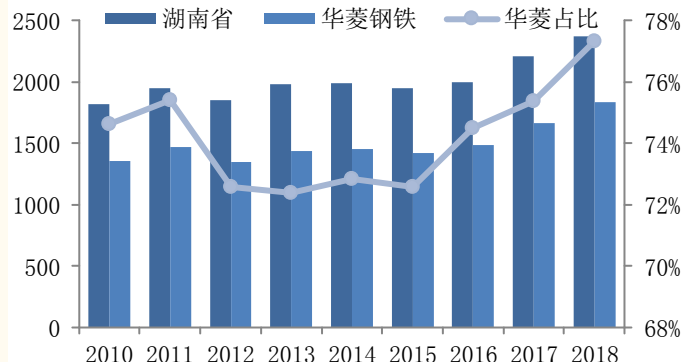
- 公司地处我国中南地区，南接珠江三角洲，东临长江三角洲，具有承东启西、连接南北的区域市场优势。
 - ✓ 湖南是一个钢材净流入市场，每年的钢材需求大约在 3500 万吨，而本省产能仅为 2000 万吨左右，因此湖南本省钢材产量长期处于“供不应求”状态。
 - ✓ 2018 年湖南省粗钢总产量 2307 万吨，钢材总产量 2371 万吨，公司 2018 年粗钢总产量 2301 万吨，钢材总产量 1972 万吨，分别占全省比重的 99.72% 和 83.14%。
- 我国钢铁生产集中在北方地区，去产能力度的不断加大以及环保限产等政策对北方地区影响较大；而公司地处湖南，不仅是湖南省最大的钢铁企业，也是南方最主要的钢铁生产企业之一，去产能政策将有助于净化公司市场竞争环境。

图表 12：湖南省 2010-2018 年粗钢产量（万吨、%）



来源：wind、国金证券研究所

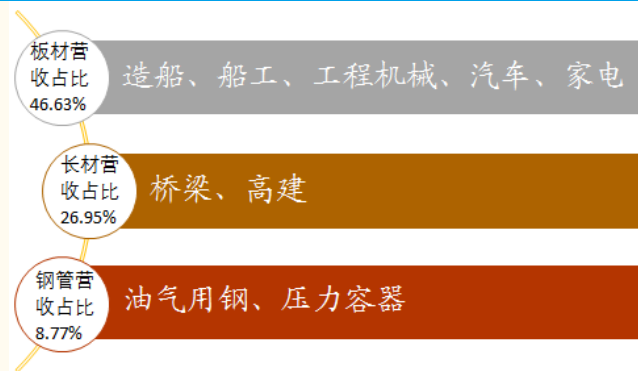
图表 13：湖南省 2010-2018 年钢材产量（万吨、%）



来源：wind、国金证券研究所

- 此外，公司主要产品板材销售半径较大，用于本地销售的螺纹钢产能较低，良好的产品结构和产能优势将有助于公司扩大销售区域。
- 湖南及周边地区特别是广东、湖北、重庆等地工程机械、汽车、装备制造等制造业发展迅速，未来钢材需求旺盛并持续增长，湖南省将继续保持钢材净流入的态势，有利于公司进一步强化区位优势。

图表 14：华菱钢铁下游需求行业具体情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- 我们预计 2020 年行业盈利同比下降 20-25%左右，行业内区位优势显著、管理优异的公司同比或远超过行业平均水平。同时，受到疫情影响，中期看，下游需求有望在二、三、四季度集中释放，一季度钢价低点出现后，后续三个季度价格中枢有望逐级抬升。下半年需求值得期待，全年钢价有望呈现前低后高走势。
- ✓ 根据我们 2020 年度钢铁行业策略报告，预计 2020 年钢铁行业供需端继续双增（未考虑疫情影响），需求增长 1.3%，供给增长 3.2%（产能增长 6.5%，实际产量增长 3.3%），对应产能利用率下降 1.9 个百分点至 90.1%，产能利用率仍旧维持高位。

图表 15：钢铁供需平衡表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E
国内需求	77,957	79,455	83,158	85,885	89,251	90,507
YOY	-4.2%	1.9%	4.7%	3.3%	3.9%	1.4%
外部需求	9,559	9,416	6,779	6,955	6,538	6,538
YOY	21.1%	-1.5%	-28.0%	2.6%	-6.0%	0.0%
总需求	87,516	88,871	89,937	92,840	95,789	97,045
YOY	-2.0%	1.5%	1.2%	3.2%	3.2%	1.3%
库存变化	-1,816	-79	-515	-340	100	100
YOY	-686.9%	-95.6%	548.7%	-34.1%	129.4%	0.0%
粗钢总产量（考虑表外）	85,700	88,791	89,421	92,500	95,689	96,945
YOY	-4.3%	3.6%	0.7%	3.4%	3.4%	1.3%
粗钢有效产能（考虑表外，年内均值）	11.57	10.83	10.04	9.94	10.41	10.76
产能利用率（考虑表外）	74.1%	82.0%	89.1%	93.1%	91.9%	90.1%

来源：国金钢铁、国金证券研究所

- ✓ 预测 2020 年钢铁行业钢价、成本整体小幅下降，对应利润下滑但仍处于历史平均水平以上。具体来看：预计 2020 年五大品种钢价均值为 3717 元/吨，同比下降 7.5%；2020 年铁矿石、焦炭、废钢同比分别-12.5%、-5.2%、3.2%，对应钢坯完全成本下降 5.9%。2019 年平均吨钢毛利 550 元左右，预计 2020 年五大品种吨钢毛利润为 450-500 元/吨，同比小幅下降。

图表 16：钢价及铁矿石价格（元/吨）



来源：wind、国金证券研究所

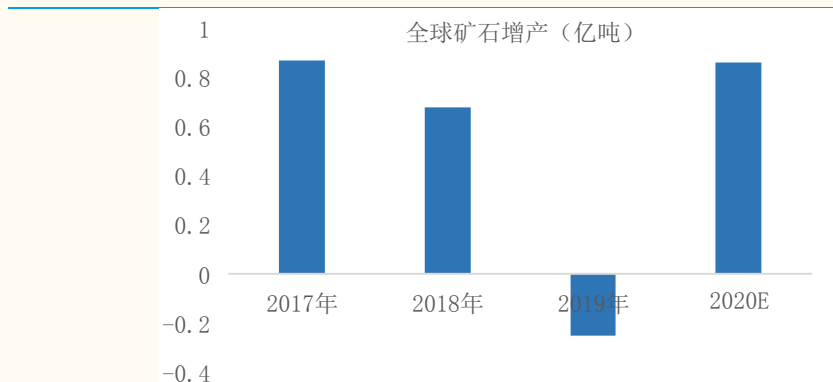
图表 17：毛利测算（元/吨）



来源：wind、国金证券研究所

- ✓ 原料方面，预计 2020 年新增矿石供给 8600 万吨以上，包括淡水河谷复产带来的增量 4300 万吨，以及其他四大预计增产的 4300 万吨。而根据世界钢铁协会预测，2020 年全球钢铁需求将继续增长 1.7%，其中全球生铁产量将保持小幅增长 2% 左右，预计增加生铁产量 2500 万吨，对应增加铁矿石需要 4000 万吨。这也意味着 2020 年矿石供需总体宽松，矿价将整体有所回落，预计 2020 年全年均价下降 10 美金/吨左右，均价 80 美金/吨。因此，20 年原料端特别是铁矿石对利润端有正贡献。

图表 18：全球铁矿石增产统计



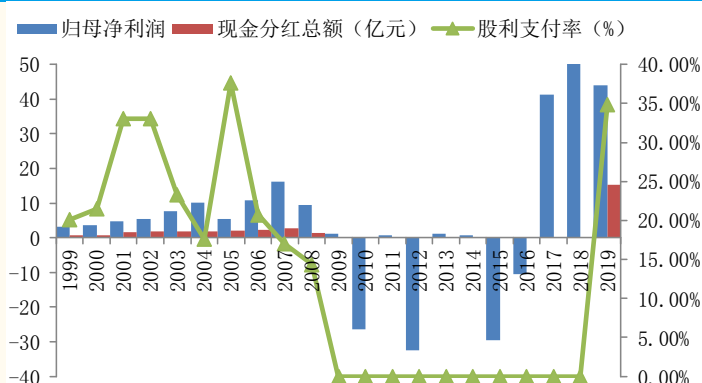
来源：国金钢铁、国金证券研究所

- ✓ 同时，受到当前疫情的影响，钢铁行业主要下游建筑业和制造业复工时间均有所推后，导致 2 月节后需求，特别是后续旺季需求启动均有所推后。而中期看，下游需求有望在二、三、四季度集中释放，一季度钢价低点出现后，后续三个季度价格中枢有望逐级抬升。下半年需求值得期待，全年钢价有望呈现前低后高走势。
- 公司区位优势叠加经营管理优势，有望继续跑赢行业平均水平。根据公司近期在投资者关系活动记录表中的披露，结合自身的品种优势，再通过公司灵活管理调节，疫情的影响正在消退。
- ✓ 公司产品中的品种钢占比较大，均为按订单生产，节前在手订单较为充足；随着下游行业逐步复工，钢材需求也有所回暖，目前公司订单保有量较 2 月份有改善，但还未达到正常水平。
- ✓ 分品种来看，板材订单比较饱满，长材订单随着下游复工增加持续提升；无缝钢管有受到原油价格下跌影响。
- ✓ 公司 3 月份已经安排华菱钢管一座 1080m³的高炉经进行为期 21 天的中修，灵活调节产量。

三、迈入高分红队伍，估值在板块内有优势

- 根据公司 2019 年公布《未来三年（2019-2021 年度）股东回报规划》，在年度盈利且累计未分配利润为正，并足额预留法定公积金、盈余公积金后，积极推行现金分配方式。
 - ✓ 公司最近三年以现金方式累计分配的利润原则上不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%，不低于该年度公司实现的归属于母公司股东的净利润的 20%。
- 公司 2009-2018 年期间未进行过现金分红。
 - ✓ 2010 年，公司发生巨额亏损 26.66 亿元，此后由于内部管理混乱、过度扩张、资源整合不畅、债务压力紧张等原因接连陷入巨亏泥沼；2012-2016 年末，公司扣非归母净利持续为负。
 - ✓ 2017 年，公司实现净利润 52.96 亿元、归母净利润 41.21 亿元、基本每股收益 1.37 元/股，为上市以来业绩最优。鉴于以前年度亏损尚未得到弥补，当年不进行利润分配，也不实施资本公积转增股本。
 - ✓ 2018 年末，公司资本公积为 74.74 亿元，总股本 30.16 亿股，考虑到重组安排以及子公司生产经营需要，以资本公积向全体股东每 10 股转增 4 股股本。
- 根据公司 2019 年年报，拟以总股本 61.29 亿股为基数，现金分红 15.32 亿元，每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税）；分红比例 35% 左右，按当日股价，对应股息率 6.2%。

图表 19：公司历年现金分红情况



来源：wind、国金证券研究所

- 此外，按我们测算的板块 2020 年业绩，公司目前股价对应 PE 为 4.7 倍左右，是估值最低的钢铁股之一，板块内估值有一定优势。

图表 20：钢铁板块 2020 年业绩预测

证券简称	总市值 (亿元)	19 年净利润 (亿元)	19 年 同比	对应 PE	20 年净利 润预测值 (亿元)	对应 PE
000932.SZ 华菱钢铁	245	43.4	-36%	5.7	52.0	4.7
600782.SH 新钢股份	133	35.4	-40%	3.8	28.3	4.7
600282.SH 南钢股份	139	29.6	-26%	4.7	26.7	5.2
002110.SZ 三钢闽光	196	36.8	-43%	5.3	33.1	5.9
601003.SH 柳钢股份	129	23.0	-50%	5.6	20.7	6.2
000717.SZ 韶钢松山	92	16.0	-52%	5.7	14.4	6.4
600507.SH 方大特钢	116	17.1	-42%	6.8	17.1	6.8
600307.SH 酒钢宏兴	109	17.8	63%	6.1	14.3	7.6
000778.SZ 新兴铸管	139	18.4	-12%	7.6	16.6	8.4
000709.SZ 河钢股份	230	25.0	-31%	9.2	21.3	10.8

603878.SH	武进不锈	30	3.0	51%	9.9	2.7	11.0
000825.SZ	太钢不锈	189	21.5	-57%	8.8	17.2	11.0
002756.SZ	永兴特钢	60	3.7	-4%	16.3	5.0	12.1
600019.SH	宝钢股份	1065	117.0	-46%	9.1	87.7	12.1
000959.SZ	首钢股份	157	14.8	-38%	10.6	11.9	13.2
000708.SZ	中信特钢	777	53.5	949%	14.5	56.2	13.8
002318.SZ	久立特材	65	5.0	64%	13.1	4.5	14.5
600231.SH	凌钢股份	64	4.5	-62%	14.3	3.6	17.9
000898.SZ	鞍钢股份	244	16.0	-80%	15.2	12.8	19.0
601005.SH	重庆钢铁	138	8.3	-53%	17.2	6.7	21.4
600399.SH	ST 抚钢	75	2.5	90%	30.1	3.5	21.5
600808.SH	马钢股份	202	11.1	-81%	18.1	8.9	22.6
600569.SH	安阳钢铁	63	3.2	-83%	19.7	2.6	24.7
000761.SZ	本钢板材	123	5.7	-45%	21.6	4.6	27.0
600126.SH	杭钢股份	225	9.3	-52%	24.2	8.0	28.1
600117.SH	西宁特钢	33	1.4	-107%	24.5	1.1	30.7
600022.SH	山东钢铁	137	5.5	-74%	24.9	4.4	31.1
000629.SZ	攀钢钒钛	194	14.2	-54%	13.7	5.0	38.8
600581.SH	八一钢铁	48	1.3	-81%	37.1	1.0	46.4
002075.SZ	沙钢股份	240	5.3	-55%	45.5	4.2	56.8
600010.SH	包钢股份	524	6.2	-81%	84.6	5.0	105.7

来源：国金钢铁预测、国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

■ 我们对公司盈利做出以下假设：

- ✓ 产量方面，20 年受到疫情影响检修导致产量同比有所下滑，预计同比下降 50-80 万吨，对应幅度 2-3%之间；21、22 年各品种产量恢复至满产状态。
- ✓ 钢价方面，预计 20 年各品种钢价均价同比下降 100-200 元/吨，对应幅度 2-5%之间；21 年预计各品种钢价维持平稳，总体变化不大；22 年行业供给稳定后，供需格局略有改善，各品种钢价小幅上涨 2-3%，对应 100 元左右。
- ✓ 毛利率方面，考虑公司所在区域优势，预计 20 年各品种吨毛利同比下降 50 元/吨左右（行业平均 100 元/吨左右），对应降幅 10%左右；21、22 年各品种吨毛利预计基本平稳，变化不大。
- ✓ 基于以上，20 年公司收入下滑 7-8%，主要受产量和钢价下降影响；净利润同比增长 18%左右，主要源于“三钢”资产的少数股权权益及阳钢收购后基数影响。若从净利润角度看，20 年同比下降 15%左右。

图表 21：盈利预测

		单位	2020 年	2021 年	2022 年
	总收入	亿元	991.80	1017.10	1,040.40
	总成本	亿元	855.90	877.64	897.58
	毛利率		13.70%	13.71%	13.73%
热轧板卷	销量	万吨	390	400	400
	产能	万吨	400	400	400
	售价	万元/吨	0.38	0.38	0.39
	毛利率		18.0%	18.0%	18.0%
	收入	亿元	148.20	152.00	156.00
	成本	亿元	121.52	124.64	127.92

冷轧板卷	销量	万吨	230	240	240
	产能	万吨	240	240	240
	售价	万元/吨	0.4	0.4	0.41
	毛利率		15.0%	15.0%	15.0%
	收入	亿元	92.00	96.00	98.40
	成本	亿元	78.20	81.60	83.64
宽厚板	销量	万吨	490	500	500
	产能	万吨	500	500	500
	售价	万元/吨	0.39	0.39	0.40
	毛利率		11%	11%	11%
	收入	亿元	191.10	195.00	200.00
	成本	亿元	171.03	174.53	179.00
棒线材	销量	万吨	830	840	840
	产能	万吨	790	790	790
	售价	万元/吨	0.39	0.39	0.40
	毛利率		16%	16%	16%
	收入	亿元	323.70	327.60	336.00
	成本	亿元	273.53	276.82	283.92
无缝钢管	销量	万吨	190	200	200
	产能	万吨	200	200	200
	售价	万元/吨	0.42	0.42	0.43
	毛利率		13%	13%	13%
	收入	亿元	79.80	84.00	86.00
	成本	亿元	69.43	73.08	74.82
汽车板	销量	万吨	140	150	150
	产能	万吨	150	150	150
	售价	万元/吨	0.55	0.55	0.56
	毛利率		13%	13%	13%
	收入	亿元	77.00	82.50	84.00
	成本	亿元	66.99	71.78	73.08
其他	毛利率		6%	6.0%	6.0%
	收入	亿元	80.00	80.00	80.00
	成本	亿元	75.20	75.20	75.20
	毛利润		4.80	4.80	4.80

来源：国金证券研究所

- 预计公司 2020-2022 年公司实现营业收入分别为 991.80 亿元、1017.10 亿元、1040.40 亿元，同比增长-7.57%、2.55%、2.29%；实现归母净利润分别为 52.2 亿元、54.2 亿元、55.8 亿元，同比增长 18.93%、3.75%、3.01%，对应 PE 分别为 4.7 倍、4.5 倍、4.4 倍。给予 20 年 5 倍 PE，目标价 4.26 元，首次覆盖给予“增持”评级。

五、风险提示

- 疫情对生产及下游需求的影响。疫情期间导致整个宏观经济活动影响较大，目前下游行业陆续复工，但仍一定程度的导致了部分需求的推后，且导致了近期钢厂库存普遍偏高，高库存下不排除有降价压力；同时，疫情期间导致了部分原辅料采购问题，也会影响钢厂正常开工节奏。
- 钢铁置换产能释放再超预期。2019 年供给端主要超预期因素在于置换产能的投产，目前行业盈利尚可，在建的置换产能或加速投放，特比是 20 年中以后有较大规模置换产能预计投产，将加大下半年供给压力。

- 大股东股权质押比例相对较高。公司大股东华菱集团以及华菱 EB 合计未解除股权质押数量 24 亿股，占总股本 39.16%，占其持有的股份数 63.58%，质押比例相对较高。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	76,635	91,327	107,298	99,180	101,710	104,040
增长率		19.2%	17.5%	-7.6%	2.6%	2.3%
主营业务成本	-66,009	-75,384	-92,706	-85,590	-87,764	-89,758
%销售收入	86.1%	82.5%	86.4%	86.3%	86.3%	86.3%
毛利	10,626	15,942	14,592	13,590	13,946	14,282
%销售收入	13.9%	17.5%	13.6%	13.7%	13.7%	13.7%
营业税金及附加	-568	-806	-757	-714	-732	-749
%销售收入	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-1,010	-1,450	-1,551	-1,438	-1,454	-1,540
%销售收入	1.3%	1.6%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%
管理费用	-1,897	-2,268	-2,519	-2,380	-2,411	-2,507
%销售收入	2.5%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	0	-479	-1,138	-992	-1,017	-1,040
%销售收入	0.0%	0.5%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	7,151	10,939	8,627	8,066	8,331	8,445
%销售收入	9.3%	12.0%	8.0%	8.1%	8.2%	8.1%
财务费用	-1,851	-1,538	-942	-1,170	-1,257	-1,154
%销售收入	2.4%	1.7%	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-160	-211	-12	-84	-2	-2
公允价值变动收益	-28	-4	1	0	0	0
投资收益	64	87	54	50	50	50
%税前利润	1.2%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业利润	5,354	9,441	7,889	7,014	7,275	7,492
营业利润率	7.0%	10.3%	7.4%	7.1%	7.2%	7.2%
营业外收支	-26	-106	-110	-50	-50	-50
税前利润	5,329	9,335	7,780	6,964	7,225	7,442
利润率	7.0%	10.2%	7.3%	7.0%	7.1%	7.2%
所得税	-32	-731	-1,128	-1,741	-1,806	-1,860
所得税率	0.6%	7.8%	14.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	5,296	8,604	6,652	5,223	5,419	5,581
少数股东损益	1,175	1,824	2,260	0	0	0
归属于母公司的净利润	4,121	6,780	4,391	5,223	5,419	5,581
净利率	5.4%	7.4%	4.1%	5.3%	5.3%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,296	8,604	6,652	5,223	5,419	5,581
少数股东损益	1,175	1,824	2,260	0	0	0
非现金支出	2,966	3,225	3,491	3,878	4,078	4,359
非经营收益	1,900	1,642	1,248	1,528	1,422	1,323
营运资金变动	-5,949	931	-798	-64	78	76
经营活动现金净流	4,214	14,402	10,593	10,564	10,997	11,340
资本开支	-428	-1,590	-3,486	-4,956	-4,958	-4,958
投资	-377	-792	-3,786	0	0	0
其他	-3,154	3,752	119	50	50	50
投资活动现金净流	-3,958	1,370	-7,153	-4,906	-4,908	-4,908
股权募资	0	3,040	549	0	0	0
债权募资	-5,323	-7,537	-1,836	27	-1,333	-1,687
其他	5,630	-6,581	-4,040	-4,354	-4,571	-4,566
筹资活动现金净流	308	-11,078	-5,326	-4,327	-5,904	-6,253
现金净流量	563	4,693	-1,887	1,331	184	179

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,789	8,717	6,685	8,016	8,200	8,379
应收账款	8,812	10,177	11,344	10,111	10,369	10,606
存货	7,761	7,435	8,497	8,357	8,570	8,764
其他流动资产	7,497	4,334	6,222	5,766	5,803	5,837
流动资产	29,859	30,663	32,748	32,250	32,942	33,587
%总资产	39.8%	40.8%	39.5%	38.7%	38.8%	39.0%
长期投资	345	372	438	438	438	438
固定资产	40,494	39,814	44,964	46,040	46,836	47,350
%总资产	54.0%	52.9%	54.2%	55.2%	55.2%	55.0%
无形资产	3,919	4,014	4,570	4,608	4,647	4,685
非流动资产	45,071	44,573	50,181	51,086	51,921	52,473
%总资产	60.2%	59.2%	60.5%	61.3%	61.2%	61.0%
资产总计	74,930	75,235	82,929	83,336	84,862	86,060
短期借款	24,119	14,088	20,019	20,213	18,879	17,192
应付款项	20,271	17,515	20,908	20,909	21,437	21,930
其他流动负债	3,531	6,526	3,675	1,861	1,920	1,972
流动负债	47,920	38,129	44,603	42,983	42,237	41,094
长期贷款	3,324	6,327	2,023	2,023	2,023	2,023
其他长期负债	9,105	4,539	1,023	860	860	860
负债	60,349	48,994	47,648	45,865	45,119	43,977
普通股股东权益	10,348	17,533	30,973	33,163	35,435	37,775
其中：股本	3,016	3,016	6,129	6,129	6,129	6,129
未分配利润	-551	6,239	10,488	12,678	14,950	17,290
少数股东权益	4,233	8,709	4,308	4,308	4,308	4,308
负债股东权益合计	74,930	75,235	82,929	83,336	84,862	86,060

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.367	2.248	1.040	0.852	0.884	0.911
每股净资产	3.431	5.814	7.336	5.411	5.781	6.163
每股经营现金净流	1.397	4.776	2.509	2.502	2.605	2.686
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.495	0.513	0.529
回报率						
净资产收益率	39.82%	38.67%	14.18%	15.75%	15.29%	14.78%
总资产收益率	5.50%	9.01%	5.30%	6.27%	6.39%	6.49%
投入资本收益率	16.91%	21.61%	12.87%	10.13%	10.30%	10.33%
增长率						
主营业务收入增长率	53.46%	19.17%	17.49%	-7.57%	2.55%	2.29%
EBIT增长率	705.16%	52.97%	-21.14%	-6.51%	3.30%	1.37%
净利润增长率	-490.55%	64.53%	-35.23%	18.93%	3.75%	3.01%
总资产增长率	5.62%	0.41%	10.23%	0.49%	1.83%	1.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.2	11.8	11.6	14.0	14.0	14.0
存货周转天数	45.0	36.8	31.4	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	25.7	22.8	20.4	23.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	189.7	154.6	143.4	153.6	147.3	140.5
偿债能力						
净负债/股东权益	143.29%	40.27%	39.81%	34.45%	28.66%	22.63%
EBIT利息保障倍数	3.9	7.1	9.2	6.9	6.6	7.3
资产负债率	80.54%	65.12%	57.46%	55.04%	53.17%	51.10%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	3	7
增持	0	0	1	3	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.50	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH