

华菱钢铁 (000932.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.23 元

盈利表现继续优于行业平均**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)	320.55
年内股价最高最低(元)	5.31/4.89
沪深 300 指数	4792
深证成指	13533

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	6.14	5.92	5.74
P/B	1.04	0.65	0.97	0.90	0.85

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 公司发布前三季度业绩预告, 预计前三季度实现净利润 47.4 亿元-49.4 亿元, 与上年同期重组前相比, 预计变动幅度为 39.68%-45.57%; 与上年同期模拟重组后同口径数相比, 预计变动幅度为-4.12%至-0.08%。

经营分析

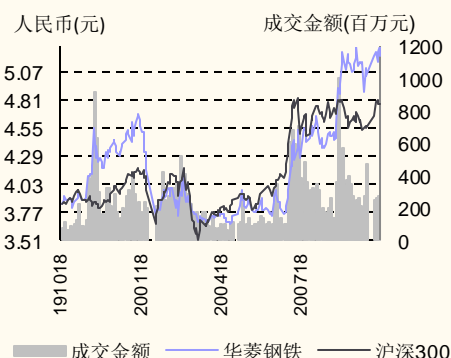
- **公司盈利能力远超行业平均水平。**公司预计三季度净利润 17.5 亿元-19.5 亿元, 与上年同期重组前相比, 预计变动幅度为 75.05%-95.05%; 与上年同期模拟重组后同口径数相比, 预计变动幅度为 21.94%-35.88%。根据我们测算的行业吨钢利润, 钢企前三季度业绩同比平均下滑-20%至-25%。公司前三季度业绩剔除重组影响, 同比基本持平上下, 显示了公司盈利的稳定性。
- **板材盈利回升+优质资产注入助力。**三季度板材盈利明显好于长材。根据我们的测算, 冷轧、热轧吨钢利润环比回升分别为 325%、28%; 长材环比则普遍下降 20%左右, 主要为汽车行业回暖以及工程机械行业持续高景气导致。此外, 公司已完成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整体上市。其中, 主要生产冷热轧板的子公司华菱涟钢三季度同比增幅超过 50%, 也带动了三季度公司盈利能力的进一步提升。
- **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, 公司产品钢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。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为 52.2 亿元、54.2 亿元、55.8 亿元, 对应 PE 分别为 6.1 倍、5.9 倍、5.7 倍, 维持“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。

**相关报告**

1. 《完成钢铁资产整体上市, 开启高分红-华菱钢铁公司深度》, 2020.3.29

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

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
应收款项	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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-29	增持	3.96	4.26~4.26

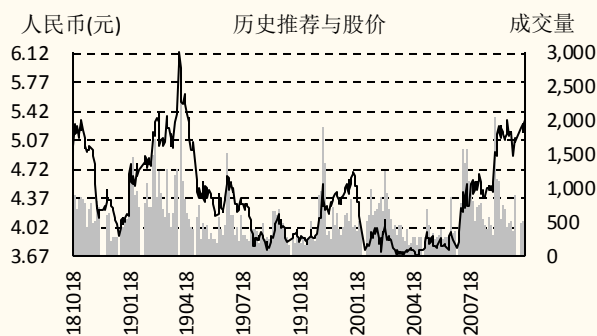
来源：国金证券研究所

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