

国之重器，尽享制造业盛宴 买入（首次）

2020年11月20日

证券分析师 杨倩

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 107,116 | 136,720 | 153,947 | 166,263 |
| 同比（%） | 17.5% | 27.6% | 12.6% | 8.0% |
| 归母净利润（百万元） | 4,391 | 6,718 | 7,512 | 8,074 |
| 同比（%） | -35.2% | 53.0% | 11.8% | 7.5% |
| 每股收益（元/股） | 0.72 | 1.10 | 1.23 | 1.32 |
| P/E（倍） | 7.84 | 5.13 | 4.59 | 4.27 |

投资要点

- 国之重器华菱造。**公司为全国主要钢铁企业之一，各子公司在细分领域占据领先地位。华菱湘钢是全球最大的宽厚板制造基地，华菱涟钢拥有世界先进水平的薄板坯连铸连轧生产线以及配套的冷连轧和涂镀加工生产线，华菱衡钢在无缝钢管行业制造实力全球排名第五、中国第二。华菱钢铁坚持“做精做强、区域领先”的战略，下游市场涵盖能源和油气、造船和海工、机械和桥梁、汽车和家电等领域，应用于国内外各标志性工程。
- 尽享制造业盛宴。**板材供给增长缓慢，产能利用率居于高位；制造业回暖，大幅拉升板材需求。1)工程机械：新基建加码拉升景气度。2020年8月挖掘、铲土运输机械，压实机械和混凝土机械产量分别为40.7、7.2和8.7万台，累计同比增速19.1%、20.0%和50.4%。2)汽车制造：触底回升。9月汽车产量为246.1万辆，同比增长13.8%。2020年9月，彩电产量单月同比13.1%，家用洗衣机产量单月同比13.3%，冰箱产量单月同比为28.2%。
- 管理改善提效益。**公司通过早年大规模的固定资产投资储备大量产能，2017年以来公司产能释放加快，在未新增产能投资的情况下，钢材产量保持10%以上增长率；且公司调整产品结构，提高品种钢占比，进而扩大盈利空间；另外，公司通过精简人员、智能生产等措施提高生产效率。
- 资本结构优化利好长期：**2018年，公司先引入六家机构投资者开展市场化债转股，再由华菱钢铁以发行股份的方式收购“三钢”的少数股东股权，并以现金收购华菱节能100%股权和阳春新钢51%股权，使得公司资产负债率显著降低到60%左右，财务负担减轻，实现了集团优质钢铁资源的整合。控股股东通过发行可交债降低融资成本，激活钢铁主业未来发展活力。
- 盈利预测与投资评级：**假设制造业景气度维持，板材行业供需结构向好；公司调整产品结构，面向高端制造，产能加快释放。我们预测公司2020/21/22年营业收入1367/1539/1663亿元，增速分别为27.6%/12.6%/8.0%；净利润分别为67.2/75.1/80.7亿元，对应增速分别为53.0%/11.8%/7.5%；对应PE为5.13x/4.59x/4.27x，低于行业平均水平。考虑板材行业供需结构向好，公司管理优秀，产量仍存增长空间，故首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**制造业回暖不及预期；原材料铁矿石价格上涨超预期。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元) | 5.62 |
| 一年最低/最高价 | 3.61/5.96 |
| 市净率(倍) | 1.09 |
| 流通A股市值(百万元) | 23726.12 |

基础数据

| | |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元) | 5.15 |
| 资产负债率(%) | 58.64 |
| 总股本(百万股) | 6129.08 |
| 流通A股(百万股) | 4221.73 |

相关研究

内容目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. 国之重器华菱造 | 4 |
| 1.1. 华中地区钢铁行业龙头 | 4 |
| 1.2. 子公司各具优势，实力雄厚 | 4 |
| 1.3. 业绩持续向好，财务结构有所改善 | 5 |
| 1.4. 深耕制造业，打造国之重器 | 6 |
| 2. 尽享制造业盛宴 | 8 |
| 2.1. 板材-制造业息息相关，供给增长缓慢 | 8 |
| 2.2. 制造业中期回暖 | 10 |
| 3. 管理改善，提质增效 | 13 |
| 3.1. 大规模投资打下坚实基础，产能释放频创新高 | 13 |
| 3.2. 产品结构趋于中高端，品种钢占比节节攀升 | 14 |
| 3.3. 精简人员，劳动生产率显著提升 | 16 |
| 4. 资本结构优化利在长期 | 16 |
| 4.1. 市场化债转股，优化资本结构 | 16 |
| 4.2. 运用可交债工具，丰富融资渠道 | 17 |
| 5. 盈利预测、估值与投资建议 | 18 |
| 6. 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司股权结构 (截至 2020 年 11 月 20 日) | 4 |
| 图 2: 公司各品类产品占比情况 (2019 年) | 5 |
| 图 3: 2015 年-2020 年 H1 公司归母净利润变动 | 5 |
| 图 4: 公司资产负债结构改善..... | 5 |
| 图 5: 钢材分类..... | 8 |
| 图 6: 工程机械制造景气度提升..... | 10 |
| 图 7: 汽车产销数据触底回升..... | 11 |
| 图 8: 家电产量回暖..... | 12 |
| 图 9: 近年来公司钢材产量增长情况..... | 14 |
| 图 10: 品种钢销量及占比情况..... | 15 |
| 图 11: 公司在职员工构成及人数变化 (单位: 人) | 16 |
| 图 12: 湘钢和涟钢劳动生产率变化情况 (单位: 吨/人年) | 16 |
| 图 13: 公司系列资本运作框架图..... | 17 |
| 图 14: 公司及子公司资产负债率情况..... | 17 |
| 图 15: 公司财务负担缓解情况..... | 17 |
| | |
| 表 1: 各子公司产品类型及下游市场情况..... | 7 |
| 表 2: “华菱制造”在部分大型工程中的应用 | 7 |
| 表 3: 板材产量增长缓慢..... | 9 |
| 表 4: 各级政府出台政策鼓励汽车消费..... | 11 |
| 表 5: 2019 年主要国家千人汽车保有量 | 11 |
| 表 6: 各子公司生产装置情况 (单位: 万吨) | 13 |
| 表 7: 2017-2019 年品种结构优化成效 | 15 |
| 表 8: 分业务营收预测 (单位: 百万元) | 18 |
| 表 9: 可比公司估值 (2020 年 11 月 20 日) | 19 |

1. 国之重器华菱造

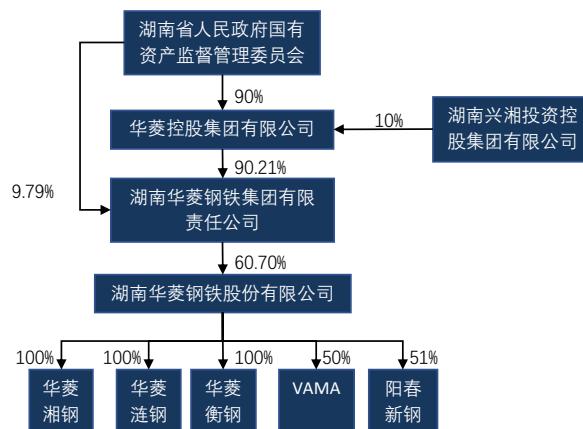
1.1. 华中地区钢铁行业龙头

湖南华菱钢铁股份有限公司（以下简称“华菱钢铁”）主营业务为钢材产品的生产和销售部，是全国十大钢铁企业之一。1997年，湖南华菱集团有限责任公司成立；1999年，华菱集团集中39亿元优质资产，联合长沙矿冶研究院、张家界冶金宾馆、湖南冶金投资公司、中国冶金进出口湖南公司，经湖南省人民政府批准，共同发起成立湖南华菱管线股份有限公司，后更名为华菱钢铁，于1999年7月在深交所上市。初上市的包括华菱集团的炼钢、轧钢部分资产，炼铁和铁前工序并未进入上市公司。2004年，华菱集团将炼铁及铁前工序的大部分资产注入华菱钢铁，实现了从炼铁到炼钢再到轧钢的全流程钢铁生产工序。2019年，华菱钢铁完成收购集团少数股东持有的华菱湘钢13.68%股份、华菱涟钢44.17%股份、现金收购华菱节能100%股份、阳春新钢51%股份，“三钢”优质资产注入，实现了钢铁主业整体上市。经过多年发展，公司实现了工艺现代化、装备大型化、操作自动化和管理精益化，形成了具有国内外先进装备水平的板、管、线系列产品生产线，是全球最大的单体宽厚板生产企业，国内第二的专业化无缝钢管供应商，全球技术最先进的汽车板生产企业。

1.2. 子公司各具优势，实力雄厚

从股权结构上看，公司的实际控制人是湖南省国资委，截至2020年6月30日，第一大股东华菱集团合计持有公司60.70%的股份，其中，通过“华菱集团-华泰联合-华菱EB担保及信托财产专户”持有20.79%的股份，通过涟源钢铁集团有限公司持有12.06%的股份。

图1：公司股权结构（截至2020年11月20日）



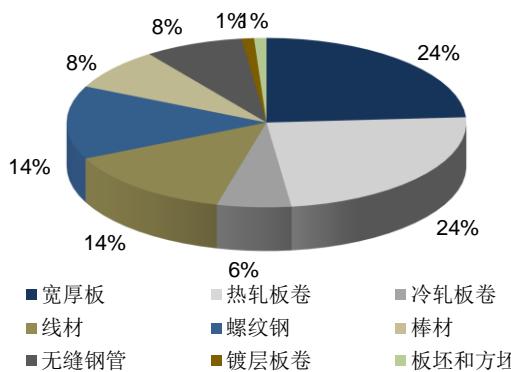
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司重要的全资子公司包括华菱湘钢、华菱涟钢和华菱衡钢。华菱湘钢是全球最大的宽厚板制造基地，华菱涟钢拥有世界先进水平的薄板坯连铸连轧生产线（CSP）以及配套的冷连轧和涂镀加工生产线，华菱衡钢在无缝钢管行业制造实力全球排名第五、中国第二，是中南地区最大的钢管生产基地。2014年6月，公司与安赛乐米塔尔合资成立了华菱安赛乐米塔尔汽车板公司（VAMA），持股比例50%，是国内少数能提供全系列汽车用钢产品的企业，独家生产USIBOR®1500, Ductibor®500等高端产品。另外，公司通过华菱湘钢间接持有阳春新钢51%的股份。

1.3. 业绩持续向好，财务结构有所改善

公司产品分类以板材、长材和钢管为主。各品类中板材占比最大，包括宽厚板、热轧和冷轧板卷，占公司产品的50%以上；长材包括线材、螺纹钢和棒材，占36%左右，且从占营业收入的比重来看有小幅上涨的趋势；无缝钢管占产品的比重约为8%。近年来，公司经营业绩持续向好，归母净利润在2017年转为正，主要受益于钢铁行业整体盈利水平的改善，以及核心子公司业绩改善。

图2：公司各品类产品占比情况（2019年）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

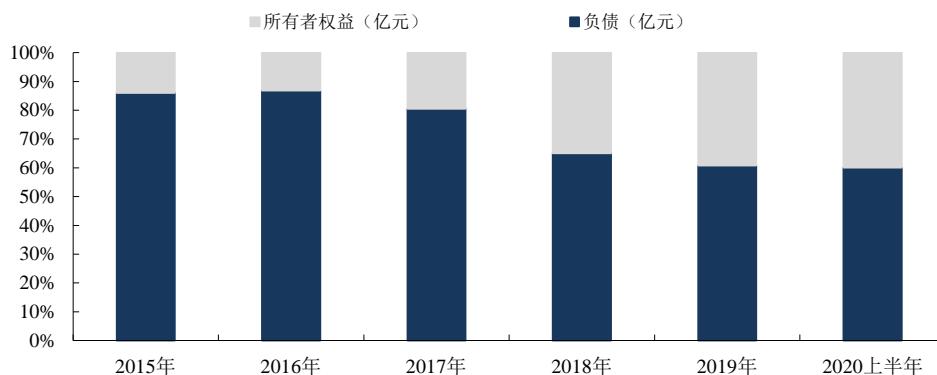
图3：2015年-2020年H1公司归母净利润变动



数据来源：东方财富Choice数据，东吴证券研究所

公司着力降负债，改善债务结构，降低融资成本，2016年以来，公司资产负债率逐年下降，2018年通过债转股的资本运作方式，资产负债率降低约15个百分点。截至2020年上半年，公司资产负债率降至60.07%，较同期历史最高值下降约27个百分点，仍高于行业平均水平。出于省委对控股股东华菱集团的要求，后期将采取多种措施降低资产负债率，目标是50%左右。

图4：公司资产负债结构改善



数据来源：东方财富 Choice 数据，东吴证券研究所

1.4. 深耕制造业，打造国之重器

“华菱制造”满足大工程建设需求在机械制造、船舶制造、建筑桥梁、油气开发、汽车等行业的高端细分领域具有很强的技术优势。公司面向的下游客户结构中，长材主要面向房地产和基础设施建设，管材主要应用于能源开发行业，板材主要面向机械和制造业领域，均为国家重工业和重点工程的领域。

湖南省属钢材净流入市场，钢铁集中度较高，竞争企业仅有冷钢，因此享有品种优势和品牌溢价，整体市占率高，也是公司最主要的销售市场，可消化线棒材 90%以上、宽厚板 35%左右、热冷轧薄板 45%左右。华菱钢铁四个基地虽然均位于湖南省，但采取差异化定位，主要产品各不重叠。宽厚板技术门槛高、附加值高，华菱湘钢以宽厚板为主，线材和棒材为辅，以年产 500 万吨精品板材的生产能力位居行业之首，产品广泛应用于高层建筑、工程机械、房地产等领域，在湖南省内市占率达 80%，两广及西南市占率达 20%。华菱涟钢以热轧、冷轧薄板为主，生产小部分螺纹钢，在热冷轧薄板领域技术领先，高附加值的品种钢占比不断提升。华菱衡钢专业化生产无缝钢管，下游需求中油气领域相对景气。

阳春新钢主要产品涵盖线材和棒材两大类，主要品种有螺纹钢、建筑线材、拉丝材、圆钢，获得广东省名牌产品称号，具备年产钢材 280 万吨的生产能力，其产品成功应用于贵广高铁、南广高铁、文昌卫星发射塔、阳江核电站等项目。

VAMA 是全球技术最先进的汽车板生产企业，设计产能 150 万吨，2018 年四季度开始持续盈利。其高端汽车板生产工艺处于国内领先水平，带铝硅涂层的热成形钢 Usibor®系列产品已广泛应用于国内主流汽车品牌的众多量产车型，已与大众、奔驰、日产、丰田、本田、通用、沃尔沃、福特、红旗、长城等中外知名品牌汽车厂商达成合作。目前月产量为 10 万吨，仍处于达产阶段，未来产能会进一步释放。

表1：各子公司产品类型及下游市场情况

| 子公司 | 产品类型 | 产品系列 | 下游市场 |
|------|---------------------|---------------------------------------|--|
| 华菱湘钢 | 以宽厚板为主，线材和棒材为辅 | 造船板、锅炉压力容器板、桥梁及高建板、管线钢、耐磨钢、海洋平台用钢六大系列 | 船舶、军用、航空母舰等建设领域，包括造船及海洋工程、装备制造、能源电力、高层建筑与桥梁建设等行业 |
| 华菱涟钢 | 以热轧、冷轧薄板为主，生产小部分螺纹钢 | 管线钢、工程机械用钢、冷轧深冲用钢、镀锌板、汽车用钢等系列“双高”产品 | 家电、汽车板领域 |
| VAMA | 汽车板（薄板） | Usibor®系列产品 | 汽车行业 |
| 华菱衡钢 | 无缝钢管 | 大、中、小全组距钢管 | 石油、天然气开发领域、建筑行业、炼化、石化、煤及其他加工行业 |
| 阳春新钢 | 螺纹钢和线材 | - | - |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

各子公司拥有独立、完整的钢铁制造体系，整体形成板管棒线兼有、普特结合、专业化生产的格局，极大地满足了“中部崛起”、“一带一路”等国家战略中大工程建设的用材需求。十二五期间，公司研发出海洋平台用钢、特殊油气专用管、大功率火电及核电用特厚板等高精尖产品，通过船级社认证、质量管理体系认证、环境管理体系认证等多项认证，获得“冶金产品实物质量金杯奖”、“冶金行业品质卓越产品”等多项荣誉。公司产品优异、质量稳定、服务优良，在能源和油气、造船和海工、机械和桥梁、汽车和家电等细分领域建立起领先优势，产品广泛应用于国内外重点项目中，标志性工程包括南京大胜关大桥（桥梁板）、塔里木油田（抗酸性管线）、湘西矮寨大桥（带肋钢筋）、中央电视台（高层建筑用钢）等。

表2：“华菱制造”在部分大型工程中的应用

| 能源和油气领域 | 造船和海工领域 |
|---|---|
|  |  |
| 塔里木油田：华菱衡钢生产的HSQR快速扣套管成功应用 | “蓝鲸1号”钻井平台：华菱衡钢生产的高压泥浆用管成功应用 |
| 其他工程：中俄东线天然气管道工程、巴基斯坦SK水电站项目线等 | 其他工程：荔湾深海石油项目等 |
| 机械和桥梁领域 | 汽车和家电领域 |



大兴国际机场：华菱湘钢供应高级别钢材
占 30%左右；华菱涟钢供应优质镀锌板
长城第三代哈弗 H6：国内首次应用
Usibor[®] 2000
其他工程：港珠澳大桥、广州电视塔、上海
中心大厦等

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

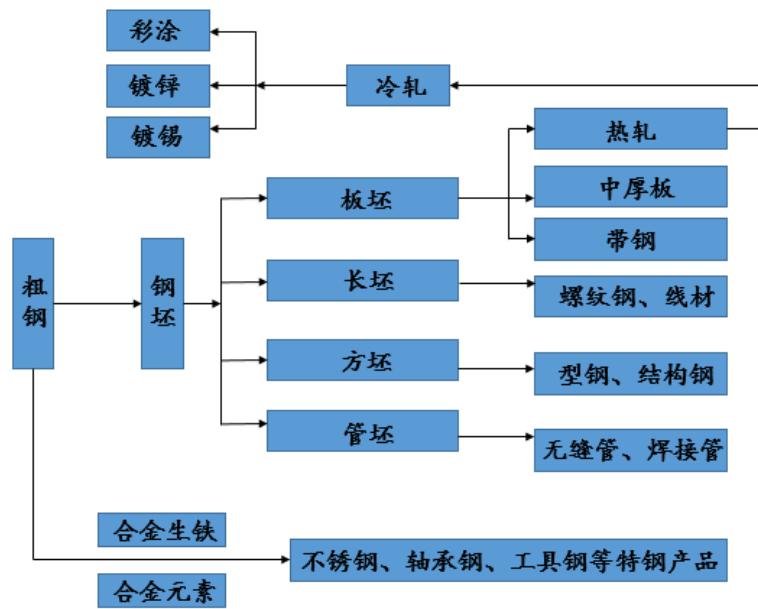
2. 尽享制造业盛宴

2.1. 板材-制造业息息相关，供给增长缓慢

钢材根据形态，主要分为长材、板材等。长材包括螺纹钢、棒材和线材；板材包括带钢、热轧、冷轧和中厚板等。

- ✓ **长材：**以螺纹钢为代表的长材广泛应用于建筑工程领域。螺纹钢广泛用于房屋、桥梁、道路等土建工程建设。大到高速公路、铁路、桥梁、涵洞、隧道、防洪、水坝等公用设施，小到房屋建筑的基础、梁、柱、墙、板，螺纹钢都是不可或缺的结构材料。
- ✓ **板材：**相比长材，板材更多用于制造业。冷轧板与热轧板的处理工艺不同，热轧板制作要在高温状态下，而冷轧板在常温状态下均可制作。冷轧板主要应用于汽车，冰箱、洗衣机等家电和产业设备的制造过程中；热轧板主要应用于邮轮、医疗器械、航天产品、压缩机和油桶的制造。中厚板主要用于机械制造、容器制造、造船和桥梁建造等领域。

图 5：钢材分类



数据来源：mysteel，东吴证券研究所

板材供给增长缓慢，产能利用率居于高位。2019年，国内热轧、冷轧和中厚板产量分别为16788、3948和6258万吨，同比1.41%、-5.51%和2.15%。板材整体产能利用率高达81%；根据mysteel调研，剔除淘汰产能后，板材整体产能利用率超过90%。

表3：板材产量增长缓慢

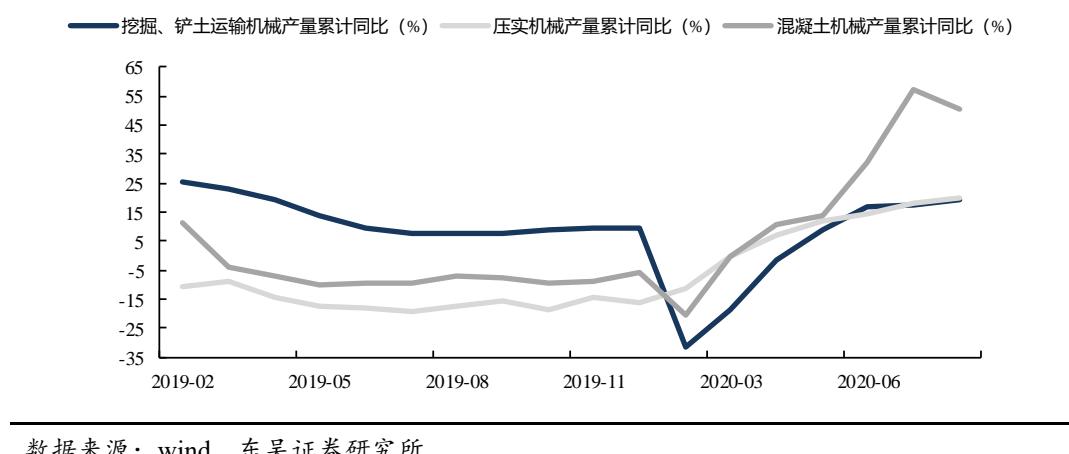
| | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 热轧产能（万吨） | 19629 | 19962 | 19925 |
| 热轧产能利用率 | 82.28% | 82.93% | 84.25% |
| 热轧产量（万吨） | 16152 | 16554 | 16788 |
| YOY | | 2.49% | 1.41% |
| 冷轧产能（万吨） | 5162 | 5161 | 5162 |
| 冷轧产能利用率 | 80.70% | 80.94% | 76.47% |
| 冷轧产量（万吨） | 4166 | 4178 | 3948 |
| YOY | | 0.28% | -5.51% |
| 中厚板产能（万吨） | 8293 | 8293 | 8293 |
| 产能利用率 | 68.20% | 73.88% | 75.46% |
| 中厚板产量（万吨） | 5656 | 6126 | 6258 |
| YOY | | 8.32% | 2.15% |

数据来源：mysteel，东吴证券研究所

2.2. 制造业中期回暖

工程机械：新基建加码拉升景气度。受新冠疫情冲击，2020年2月挖掘、铲土运输机械，压实机械和混凝土机械产量累计同比分别降至-31.4%、-11.1%和-20.3%，挖掘机械传统产销旺季2-4月份后推至3-5月份。我国为对冲新冠疫情冲击，加大对新基建领域投资，有效拉升工程机械需求。2020年8月挖掘、铲土运输机械，压实机械和混凝土机械产量分别为40.7、7.2和8.7万台，累计同比增速19.1%、20.0%和50.4%。

图 6：工程机械制造景气度提升

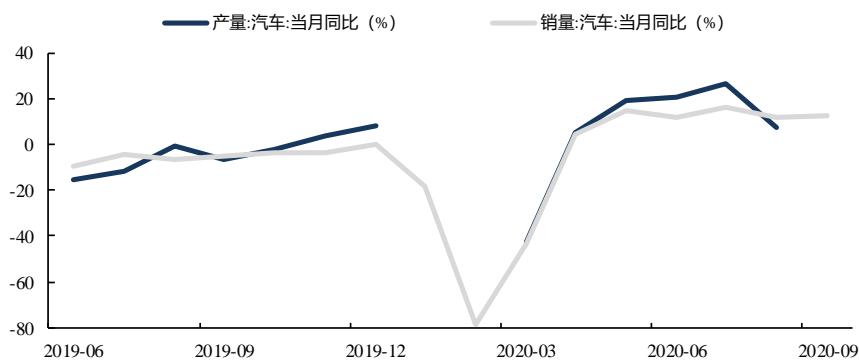


数据来源：wind, 东吴证券研究所

工程机械作为基建投资之基础，行业势必将整体受益于“新基建”提供的新动能，向更高层次演进。工程机械行业包括起重机械、挖掘机械、铲土运输机械、路面机械等20大门类，下游客户主要为基础设施、矿山和房地产等投资密集型行业，与宏观经济形式息息相关。我国目前的“新基建”发力于科技端的基础设施建设，主要包括5G基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网等七大领域。新基础设施建设过程中，均需要通用型的工程机械乃至大型桥梁隧道所使用的特种机械广泛参与，而这势必将带动我国工程机械产业实现跨越式发展。其中2019年，我国高铁营业里程达到3.5万公里，已提前超额完成目标，“八横八纵”的骨干网基本形成。在“新基建”加强版政策拉动下，骨干网络下的区域联通、加密项目，即城际高速铁路和城际轨道交通，将成为未来的建设重点，有望大幅增加对建材和轨道材及工程机械使用的需求。

汽车制造：触底回升。4月复工复产以来，经济回暖使消费者信心恢复叠加中央、地方两级政府出台“汽车下乡”政策，汽车产销迎来两旺。2020年5/6/7/8月产、销量同比增长分别为19%/20%/27%/8%和14%/12%/16%/12%；9月汽车产量为246.1万辆，同比增长13.8%；乘用车销量为208.8万辆，同比增长8.13%。

图 7：汽车产销数据触底回升



数据来源：wind，东吴证券研究所

短期来看，疫情平缓后经济回暖提升消费者信心；中央、地方政府不断出台政策鼓励消费，重启汽车下乡。北京鼓励高排放汽车以旧换新，上半年释放不少于 10 万个购车指标；上海今年新增四万个牌照；广州将增加中小客车指标，每辆车给予 1 万元综合补贴；深圳向个人配置 1 万个混合动力小汽车指标；珠海购新车最高可获 3500 元补助。与此同时，豪华车价格下探，将有利于进一步释放消费升级需求。

表 4：各级政府出台政策鼓励汽车消费

| 地区 | 措施 |
|----|----------------------------|
| 北京 | 高排放以旧换新、上半年释放不少于 10 万个购车指标 |
| 上海 | 增加 4 万个牌照 |
| 广州 | 增加中小客车指标；每车 1 万元综合补贴 |
| 深圳 | 向个人配置 1 万个混合动力小汽车指标 |
| 珠海 | 购新车最高可获 3500 元补助 |

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

中长期来看，根据世界银行数据，我国目前汽车保有量仅为千人 173 辆，美国为 837 辆、澳大利亚为 747 辆、日本 591 辆。世界中等发达国家千人保有量为 283 辆。因此，对标世界中等发达国家水平，我国汽车保有量仍存在 1.3 亿辆的增长空间。

表 5：2019 年主要国家千人汽车保有量

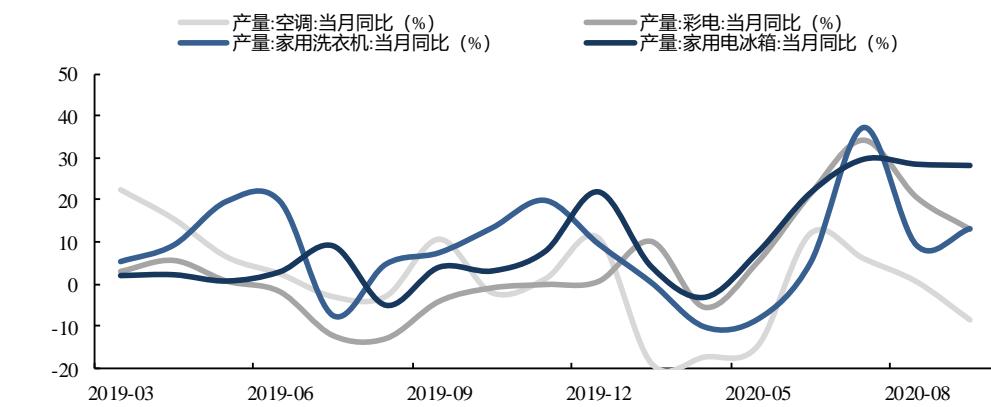
| 排名 | 国家 | 千人保有量 (辆) |
|----|----|-----------|
| 1 | 美国 | 837 |

| | | |
|----|------|-----|
| 1 | 美国 | 837 |
| 2 | 澳大利亚 | 747 |
| 3 | 意大利 | 695 |
| 4 | 加拿大 | 670 |
| 5 | 日本 | 591 |
| 6 | 德国 | 589 |
| 7 | 英国 | 579 |
| 8 | 法国 | 569 |
| 17 | 中国 | 173 |

数据来源：世界银行，东吴证券研究所

家电制造：逐步回暖。家电产量增长 6 月以来，家电产量逐步回暖。2020 年 6/7/8/9 月，空调产量降幅逐步收窄，累计同比-16.4%/-14.0%/-12.2%/-11.7%；其余品种大家电产量增长迅速，彩电产量单月同比 21.5%/34.2%/20.6%/13.1%，家用洗衣机产量单月同比 5.3%/37.3%/9.3%/13.3%，冰箱产量单月同比为 21.7%/29.7%/28.5%/28.2%。由于疫情期间人们“宅家”时间增多，在家用餐次数大大增加，因此电蒸箱、电蒸锅等厨房小家电需求增多；线上直播带货销售的兴起，也非常利好小家电的销售，根据产业在线数据，7、8 月，电蒸箱、电蒸锅、破壁机、吸尘器、扫地机线上销售额增速在 20%以上。

图 8：家电产量回暖



数据来源：wind，东吴证券研究所

家电需求可以分为三种：地产新增需求、出口需求和消费改善需求。地产新增需求以空调、冰箱和洗衣机等大家电为主，消费改善需求以电蒸箱、电蒸锅、破壁机、吸尘器、扫地机等厨电、小家电为主。

- ✓ 地产新增需求：9月份，全国房地产新开工和商品房销售面积累计同比降幅收窄，仅为-3.4%和-1.8%。考虑商品房销售传统旺季“金九银十”，10月商品房销售面积预计保持高位运行，年内增速转正有望，地产竣工中期将维持高位；
- ✓ 出口需求：随着海外疫情有所平复，需求回暖，空调、冰箱等大家电出口向好。空调、冰箱出口数量8月累计同比增速分别为12%、20%。
- ✓ 消费改善需求：由于疫情期间人们“宅家”时间增多，在家用餐次数大大增加，因此电蒸箱、电蒸锅等厨房小家电需求增多；线上直播带货销售的兴起，也非常利好小家电的销售，根据产业在线数据，7、8月，电蒸箱、电蒸锅、破壁机、吸尘器、扫地机线上销售额增速在20%以上。相较于洗衣机、冰箱，空调本身具有“一户多台”的属性，并且随着经济水平不断提高，空调的需求量将不断提升。

3. 管理改善，提质增效

3.1. 大规模投资打下坚实基础，产能释放频创新高

华菱钢铁坚持“做精做强、区域领先”的战略和“深耕行业、区域主导、领先半步”的研发与营销策略，自上市之初就开始筹备大规模的技术改造项目，投入大量资金构建固定资产、无形资产和其他长期资产，这一方面导致2007年以来，资产负债率居高不下，但另一方面，也为公司的产能释放打下良好基础。

公司在湖南省湘潭、娄底、衡阳和广东省阳江市设有生产基地，分别对应华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢（华菱钢管）和阳春新钢四个主要子公司。截至2020年上半年，在生产装置方面，公司合计拥有烧结机10座，高炉2座，转炉17座，合计炼铁产能1773万吨，炼钢产能1995万吨，钢材产能2178万吨。另外，公司在湖南娄底经济开发区持有华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司（VAMA）51%的股份，主要生产高端汽车钢材产品。

表6：各子公司生产装置情况（单位：万吨）

| 子公司 | 烧结机 | 高炉 | 转炉 | 炼铁产能 | 炼钢产能 | 钢材产能 |
|------|---|---|-------------------|------|------|------|
| 华菱湘钢 | 共4座：360m ² 2座；180m ² 1座；105m ² 1座 | 共4座：2580m ³ 2座；1080m ³ 1座；1800m ³ 1座 | 共7座：80吨3座；120吨4座 | 740 | 725 | 780 |
| 华菱涟钢 | 共4座：360m ² 1座；280m ² 1座；185m ² 1座；143m ² 1座 | 共3座：3200m ³ 1座；2200m ³ 1座； | 共5座：100吨3座；210吨2座 | 730 | 900 | 941 |

| | | | | | | |
|------|--|------------------------|---------------------------|-----|-----|-----|
| 华菱钢管 | 180 m ² 1 座 | 1080m ³ 1 座 | 共 3 座: 45 吨 2 座; 90 吨 1 座 | 83 | 130 | 177 |
| 阳春新钢 | 180 m ² 1 座; 105 m ² 1 座 | 1250m ³ 2 座 | 120 吨 2 座 | 220 | 240 | 280 |

数据来源：华菱钢铁集团 2020 年度跟踪评级报告，东吴证券研究所

2017 年以来，公司产能释放加快，逐步克服部分高炉生产不顺导致的欠产问题，在未新增产能投资的情况下，钢材产量保持 10% 以上增长率。2019 年钢材产量同比增长率高达 24.62%，粗钢产量跃上 2400 万吨新台阶，钢材产量达 2288 万吨，与 2015 年相比新增约 800 万吨，极大地提升了公司的盈利能力。2020 年上半年，公司实现钢材产量 1207 万吨。

图 9：近年来公司钢材产量增长情况



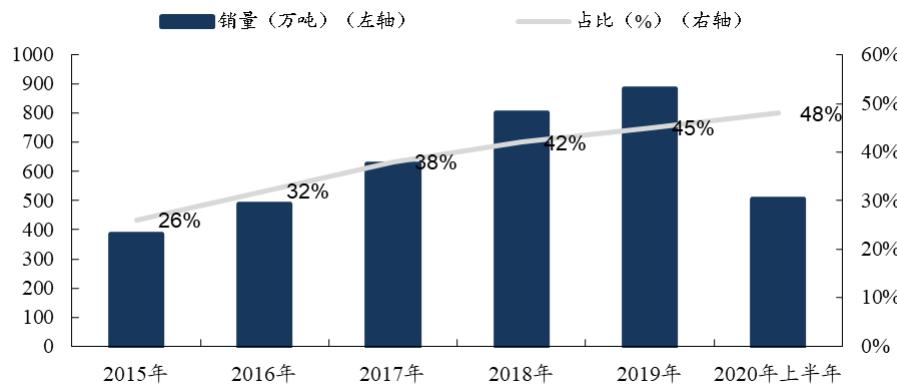
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 产品结构趋于中高端，品种钢占比节节攀升

华菱钢铁持续优化产品结构，强化以 IPD（集成产品开发）为基础的销研产一体化攻关体系建设，拓展高端细分市场，瞄准标志性重点工程和标杆客户，增强客户粘性；以市场需求为切入点，不断推动产品技术迭代升级。2019 年，为落实中央关于提高发展质量的要求，公司启动三年高质量发展规划，推进“华菱制造”迈向产业链中高端，增强公司未来高质量发展软实力。公司的重点在于提高品种钢占比，品种钢涵盖宽厚板、热冷轧薄板、线棒材和无缝钢管四大系列多个品种规格，具有高附加值、高技术含量、高盈利能力、满足客户终端个性化需求的特点。2015 年-2019 年，公司品种钢销量从 386 万吨增长到 882 万吨，2020 年上半年达 504 万吨，同比增长 12.5%；品种钢占公司产品比重也在不断攀升，从 2015 年的 26% 增加到 2020 年上半年的 48%，且随着公司进一步

开发高端产品，品种钢销量仍有较大提升空间。

图 10：品种钢销量及占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在品种钢研发方面，2017-2019 年，公司累计获得技术专利 245 项（2017 年 85 项，2018 年 84 项，2019 年 76 项），在各个领域均开发出市场需求的新产品，广泛应用于国内外重大工程，“华菱制造”品牌影响力不断提升。

表 7：2017-2019 年品种结构优化成效

| 年份 | 子公司 | 品种结构优化成效 |
|--------|------|--|
| 2017 年 | 华菱湘钢 | 核电用钢新品种首次进入核电一级钢板供应商名录 |
| | 华菱涟钢 | 高强极限薄规格品牌品种钢优势逐步形成，薄规格耐磨钢在国内自卸车市场占有率跃居第一位 |
| | 华菱衡钢 | 海洋工程用高强高韧钢管获得湖南省“百项重点新产品”称号；研发出高强度起重机臂架管 HSM 系列产品 |
| | VAMA | 成功研发 1500MPa 级冷轧汽车用钢 |
| 2018 年 | 华菱湘钢 | 90mm 集装箱船用钢、高强度移动罐车用钢、汽车发动机凸轮轴用钢、转向节用钢等新品种 |
| | 华菱涟钢 | 工程机械用超高强钢 600-1300MPa 低应力吊臂板；薄规格耐磨用钢市场占有率超过五成；17 项重点产品替代进口 |
| | 华菱衡钢 | 超临界电站锅炉用耐热钢管 P91 在国内市场占据主导地位并大量出口；P92 钢管成功替代进口 |
| 2019 年 | 华菱湘钢 | 144mm 超厚水电钢、高等级耐候桥梁钢、4800mm 超宽车厢用耐磨钢、汽车凸轮轴用钢等新品种 |
| | 华菱涟钢 | 取向硅钢性能提升，耐磨钢系列等 6 个产品进入冶金产品实 |

物质质量品牌培育推荐产品和品牌培育认定产品公示名单

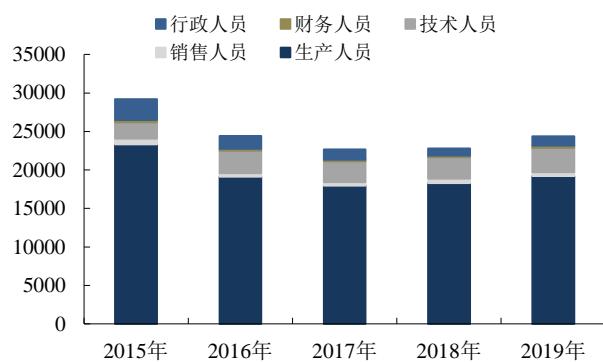
华菱衡钢 高强度高韧性套管攻克“超深、超高压、超高温”钻探难题

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 精简人员，劳动生产率显著提升

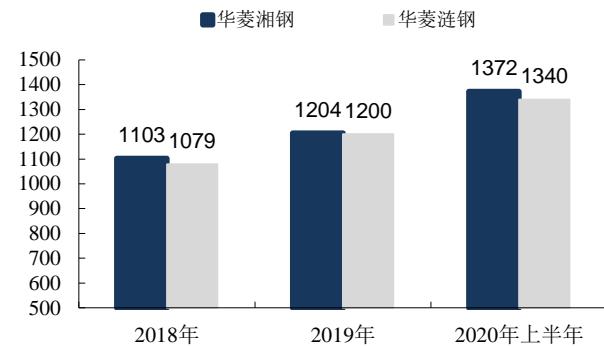
近年来，公司持续开展优化劳动生产率、降低人工成本工作，重点推进智能制造项目、工艺流程优化项目、组织结构优化项目等，深化内部改革，提升生产效率。2019年末钢铁主业在岗职工较2015年末减少约30%，总在职工从2015年的29211人减少到2019年的24366人，其中行政人员缩减了一半以上，技术人员有所增加，员工结构得到改善。同时，公司生产效率提高。就华菱湘钢和华菱涟钢而言，2020上半年，劳动生产率达1372吨/人年、1340吨/人年，位居行业先进水平。公司还将进一步推进智能化、自动化、无人化的技术改造工作，未来存在继续减员和提高劳动生产率的空间。

图 11：公司在职员工构成及人数变化（单位：人）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 12：湘钢和涟钢劳动生产率变化情况（单位：吨/人年）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

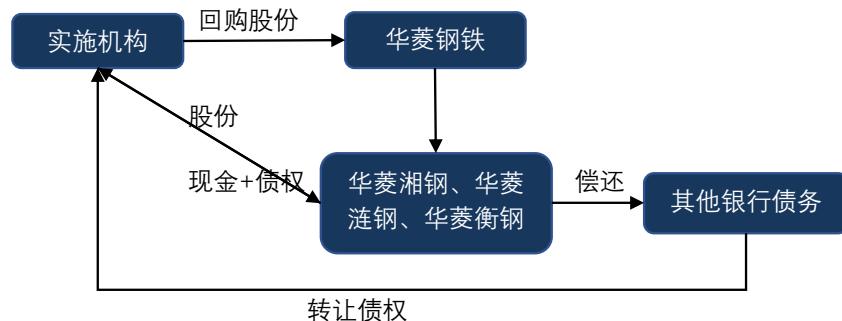
4. 资本结构优化利在长期

4.1. 市场化债转股，优化资本结构

受钢铁行业周期下行等因素的影响，华菱钢铁在2015年和2016年曾出现亏损，2016年国家出台相关政策支持钢铁行业供给侧结构性改革，2017年起，公司开始盈利。为了加强公司内部资源的整合，提高整体盈利能力，公司开始通过一系列资本运作化解高杠杆的问题。其步骤为，先引入六家机构投资者（建信金融、中银金融、湖南华泓、中国华融、农银金融、招平惠达）通过发股还债、收债转股的方式进行市场化债转股，再由华菱钢铁以发行股份的方式收购少数股东持有子公司的全部股权，实现集团优质钢

铁资产的整体上市。

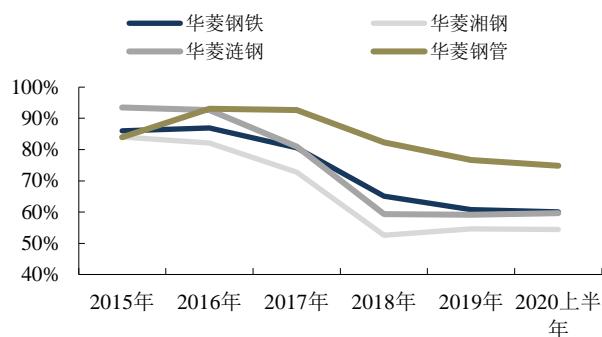
图 13：公司系列资本运作框架图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

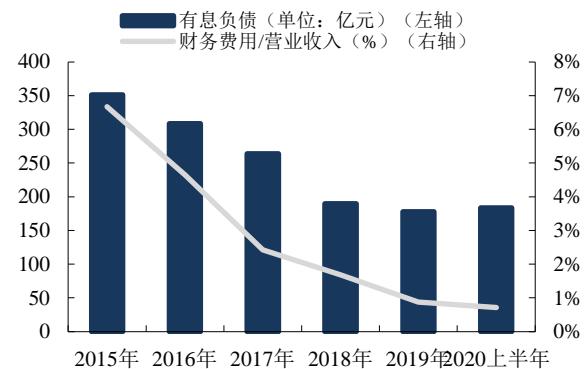
通过市场化债转股，公司的资本结构得到优化。2018 年，华菱钢铁、华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管的资产负债率分别下降了 15.42%、20.14%、21.63% 和 10.32%，到 2020 年上半年，华菱湘钢和华菱涟钢的资产负债率已低于 60%，未来继续降杠杆势头可期。公司财务负担也显著减轻，有息负债大幅减少，公司的财务费用也因此减少，占营业收入比重由 2015 年的 6.67% 到 2020 年上半年的 0.72%，因此也减少对净利润的侵占，增加股东收益。一系列资本运作完成后，华菱集团实现了钢铁优质资产的整体上市，各主要子公司纳入上市公司的合并财务报表范围，归属于上市公司股东的净利润进一步增加。

图 14：公司及子公司资产负债率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：公司财务负担缓解情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 运用可交债工具，丰富融资渠道

公司控股股东华菱集团通过发行可交换公司债券，进一步盘活资产，支持公司做强钢铁主业。2019年11月，公司发布公告，经证监会许可，华菱集团可发行面值总额不超过40亿元的可交换公司债券。2019年11月，华菱集团以其持有的公司总股本的16.82%为质押，发行第一期20亿元可交债，也是深交所首支钢铁企业发行的公募可交换债；2020年1月，以公司总股本的11.61%为质押，发行第二期15亿元可交债。华菱集团发行可交债，以股债混合的融资工具实现低成本融资，契合国资委降杠杆的要求。从长期看，转股之后，华菱集团可以在不丧失控制权的前提下减持，吸纳更多社会资本成为公司股东，进一步激发钢铁国企的经营活力。

5. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 制造业景气，板材行业供需格局改善：“新基建”加码拉升工程机械需求，汽车进入周期性旺季，家电消费改善叠加出口需求上行；板材新增产能较少，板材供给难有较大增长。
- 2) 受益供需格局改善，公司产品价格上行可期；同时公司积极调整产品结构，面向下游中高端制造，产能释放加快。

表8：分业务营收预测（单位：百万元）

| | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 长材 | 收入 | 36496.77 | 43066.19 | 48234.13 | 51610.52 |
| | YOY | 64.9% | 18.0% | 12.0% | 7.0% |
| | 毛利率 | 12.51% | 14.59% | 14.97% | 13.07% |
| | 毛利 | 4565.40 | 6281.25 | 7218.93 | 6744.27 |
| 板材 | 收入 | 46665.98 | 62999.07 | 75598.89 | 84670.75 |
| | YOY | -1.8% | 35.0% | 20.0% | 12.0% |
| | 毛利率 | 15.0% | 18.1% | 17.5% | 18.7% |
| | 毛利 | 7000.43 | 11433.86 | 13204.97 | 15850.27 |
| 钢管 | 收入 | 10052.77 | 12364.90 | 14219.64 | 15570.51 |
| | YOY | 7.6% | 23.0% | 15.0% | 9.5% |
| | 毛利率 | 17.8% | 18.4% | 17.7% | 16.5% |
| | 毛利 | 1785.19 | 2278.46 | 2514.78 | 2570.59 |
| 其它钢材 | 收入 | 8645.10 | 9509.61 | 9985.09 | 10184.79 |
| | YOY | | 27.6% | 10.4% | 2.2% |

| | | | | |
|----|-----|-----------|-----------|-----------|
| | YOY | 10.0% | 5.0% | 2.0% |
| | 毛利率 | 11.4% | 7.4% | 4.7% |
| | 毛利 | 985.02 | 700.51 | 471.27 |
| | YOY | -28.9% | -32.7% | -18.2% |
| | 收入 | 5255.02 | 8780.57 | 6527.61 |
| | YOY | 67.1% | -25.7% | 14.0% |
| 其它 | 毛利率 | 2.7% | 5.3% | 1.5% |
| | 毛利 | 143.24 | 462.26 | 99.35 |
| | YOY | 222.7% | -78.5% | -46.4% |
| | 总营收 | 107115.63 | 136720.35 | 153947.11 |
| | YOY | 17.5% | 27.6% | 12.6% |
| 合计 | 毛利率 | 13.5% | 15.5% | 15.2% |
| | 毛利 | 14479.28 | 21156.35 | 23399.96 |
| | YOY | 46.1% | 10.6% | 7.4% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计，2020/21/22 年，公司营收分别为 1367/1539/1663 亿元，增速分别为 27.6%/12.6%/8.0%；净利润分别为 67.2/75.1/80.7 亿元，对应增速分别为 53.0%/11.8%/7.5%；对应 PE 为 5.13x/4.59x/4.27x，低于行业平均水平；考虑板材行业供需结构向好，公司管理优秀，产量仍存增长空间，故首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值（2020 年 11 月 20 日）

| | 最新收盘价 (元) | PE | | |
|------|--------------|-------|-------|-------|
| | | 2020E | 2021E | 2022E |
| 华菱钢铁 | 5.62 | 5.13 | 4.59 | 4.27 |
| 宝钢股份 | 6.49 | 11.94 | 8.45 | 7.96 |
| 南钢股份 | 3.30 | 8.06 | 7.26 | 6.52 |
| 鞍钢股份 | 2.98 | 15.97 | 11.47 | 11.16 |
| 平均值 | | 11.99 | 9.06 | 8.55 |

数据来源：wind（非加粗部分来自 wind 一直预期），东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 制造业回暖不及预期。

- ✓ 汽车方面，根据中汽协数据，汽车价格仍未企稳，超过四成汽车为降价销售，涨价销售比例不到两成，说明目前增长原因为经销商以价换量。因此整体需求处于底部回升状态，但不排除后续需求低于预期。
 - ✓ 家电方面，地产新增需求仍为家电主要需求。若后续地产调控政策收紧，商品房销售下滑，中期竣工低于预期，对应家电购置需求将受影响；海外疫情反复，海外订单下滑将对家电出口造成较大影响。
- 2) **原材料铁矿石价格上涨超预期。**铁矿石为炼钢最重要成本来源，占比 40%-50%；铁矿石价格自 2020 年 8 月有所下滑，但整体处于高位运行，不排除后续铁矿石价格上涨，压缩公司利润空间。

华菱钢铁三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 32,747 | 48,711 | 29,958 | 59,489 | 营业收入 | 107,116 | 136,720 | 153,947 | 166,263 |
| 现金 | 6,685 | 2,833 | 4,660 | 9,645 | 减:营业成本 | 92,636 | 115,564 | 130,547 | 141,124 |
| 应收账款 | 4,195 | 18,585 | 6,296 | 20,348 | 营业税金及附加 | 757 | 1,094 | 1,247 | 1,363 |
| 存货 | 8,497 | 17,724 | 9,435 | 18,814 | 营业费用 | 1,551 | 2,803 | 2,648 | 3,026 |
| 其他流动资产 | 13,371 | 9,568 | 9,567 | 10,682 | 管理费用 | 3,657 | 5,072 | 6,004 | 6,235 |
| 非流动资产 | 50,181 | 66,805 | 72,757 | 74,616 | 财务费用 | 942 | 2,370 | 2,664 | 2,463 |
| 长期股权投资 | 289 | 315 | 340 | 367 | 资产减值损失 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 42,163 | 58,699 | 64,826 | 66,884 | 加:投资净收益 | 54 | 65 | 68 | 69 |
| 在建工程 | 2,801 | 2,772 | 2,515 | 2,233 | 其他收益 | 312 | 147 | 183 | 191 |
| 无形资产 | 4,570 | 4,597 | 4,642 | 4,702 | 营业利润 | 7,889 | 10,031 | 11,083 | 12,312 |
| 其他非流动资产 | 358 | 422 | 434 | 430 | 加:营业外净收支 | -110 | -37 | -70 | -81 |
| 资产总计 | 82,928 | 115,516 | 102,714 | 134,105 | 利润总额 | 7,780 | 9,994 | 11,014 | 12,231 |
| 流动负债 | 47,355 | 71,514 | 49,206 | 70,645 | 减:所得税费用 | 1,128 | 746 | 837 | 1,144 |
| 短期借款 | 15,755 | 21,920 | 20,151 | 18,707 | 少数股东损益 | 2,260 | 2,530 | 2,664 | 3,013 |
| 应付账款 | 12,317 | 32,177 | 12,450 | 31,833 | 归属母公司净利润 | 4,391 | 6,718 | 7,512 | 8,074 |
| 其他流动负债 | 19,283 | 17,417 | 16,604 | 20,105 | EBIT | 8,667 | 11,072 | 12,262 | 13,264 |
| 非流动负债 | 3,045 | 3,758 | 3,471 | 2,814 | EBITDA | 12,146 | 14,484 | 16,631 | 18,181 |
| 长期借款 | 2,023 | 2,736 | 2,448 | 1,791 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1,023 | 1,023 | 1,023 | 1,023 | | | | | |
| 负债合计 | 50,400 | 75,272 | 52,677 | 73,459 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4,308 | 6,838 | 9,502 | 12,516 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 28,220 | 33,406 | 40,535 | 48,131 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 82,928 | 115,516 | 102,714 | 134,105 | | | | | |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 10,771 | 16,644 | 17,086 | 16,709 | 每股收益(元) | 0.72 | 1.10 | 1.23 | 1.32 |
| 投资活动现金流 | -7,153 | -19,891 | -10,256 | -6,711 | 每股净资产(元) | 4.60 | 5.45 | 6.61 | 7.85 |
| 筹资活动现金流 | -5,368 | -603 | -5,004 | -5,012 | 发行在外股份(百万股) | 4222 | 6129 | 6129 | 6129 |
| 现金净增加额 | -1,709 | -3,851 | 1,826 | 4,985 | ROIC(%) | 17.3% | 18.6% | 19.4% | 20.4% |
| 折旧和摊销 | 3,479 | 3,412 | 4,369 | 4,917 | ROE(%) | 20.4% | 23.0% | 20.3% | 18.3% |
| 资本开支 | 3,495 | 16,534 | 5,914 | 1,837 | | | | | |
| 营运资本变动 | -798 | 1,758 | -59 | -1,694 | | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 13.5% | 15.5% | 15.2% | 15.1% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 4.1% | 4.9% | 4.9% | 4.9% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 60.8% | 65.2% | 51.3% | 54.8% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 17.5% | 27.6% | 12.6% | 8.0% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | -22.7% | 39.0% | 10.0% | 9.0% |
| | | | | | P/E | 7.84 | 5.13 | 4.59 | 4.27 |
| | | | | | P/B | 1.22 | 1.03 | 0.85 | 0.72 |
| | | | | | EV/EBITDA | 4.43 | 4.38 | 3.75 | 3.21 |

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>