

华菱钢铁(000932)

报告日期: 2021 年 03 月 08 日

被低估的工业用材龙头

——华菱钢铁深度报告

✍ : 马金龙 杨华
执业证书号: S1230520120003 执业证书号: S1230518100001
✉ : majinlong@stocke.com.cn yanghua@stocke.com.cn

投资要点

□ 公司已发展为工业用材为主的龙头企业

公司产品结构包括板材、长材、管材, 其中板材营收占比近 50%。主要产品包括中厚板、热轧薄板、冷轧薄板、镀锌板、无缝钢管、棒材等。下游主要面向工程机械、汽车、家电、能源、基建等行业, 工业用材为主。公司 2005 年曾与全球第一的钢铁企业安赛乐米塔尔(2014 年退出) 合资, 引进先进的中厚板、家电、汽车板技术, 目前是国内中厚板龙头企业, 汽车板产品质量处于全球领先水平。

□ 产量、产品质量双提升, 成为国内一流钢铁企业

公司通过技术管理提升, 生产效率大幅提高, 2020 年公司两大生产基地湘钢和涟钢人均钢产量达到 1380 吨/人/年, 处于国内领先水平。2020 年粗钢产量已经跃居上市公司第二位, 2021 年仍然有望小幅增加产量, 预计公司有望在“十四五”期间产能突破 3000 万吨。公司亦不断地加大技改及研发投入, 在实现了产能增长的同时, 实现产品结构逐渐向技术壁垒高、附加值大的产品逐渐过渡, 汽车板、硅钢等高附加值产品占比不断增加。吨钢盈利水平名列行业前茅。

□ 经营抗周期性和成本抗压能力已验证, 有望持续高盈利

公司自供给侧改革后, 经过两年(2017-2018 年)的快速盈利后开始进入平稳增长期。2020 年面对疫情以及铁矿石、焦炭等原料大幅上涨情况下, 仍然实现正增长, 展现出明显的抗周期性和成本传导能力。在全球经济复苏背景下, 基础设施建设持续增长, 下游需求稳中向好; 家电板有望受益于家电行业结构升级; 油气投资有望触底反弹, 公司管线钢等产品有望持续受益; 汽车板公司逐步达产, 技术优势明显, 吨钢利润向行业龙头看齐, 进一步提升公司盈利能力。

□ 盈利预测及估值

考虑到公司成本控制和盈利能力居于行业前列, 随着下游高景气、公司产量不断提升, 盈利能力提高, 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 65 亿元、82 亿元和 86 亿元, 对应 PE 仅为 5.95 倍、4.70 倍和 4.48 倍。综合来看, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

家电、机械和汽车下游行业用钢需求及公司降本不达预期, 原材料价格上升等。

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	107115.63	115412.36	121686.00	125336.58
(+/-)	17.48%	7.75%	5.44%	3.00%
净利润	4391.40	6509.04	8237.59	8645.31
(+/-)	-35.23%	48.22%	26.56%	4.95%
每股收益(元)	0.72	1.06	1.34	1.41
P/E	8.82	5.95	4.70	4.48

评级

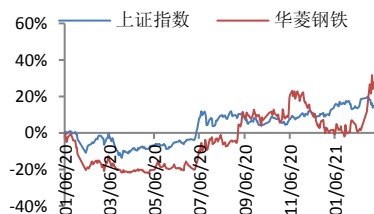
买入

上次评级	首次评级
当前价格	¥ 6.32

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.30
2Q/2020	0.31
1Q/2020	0.19
4Q/2019	0.16



公司简介

湖南华菱钢铁集团有限责任公司(简称华菱集团)组建于 1997 年, 钢铁主业子公司有华菱钢铁、华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢等企业集团。公司具备年产钢 2200 万吨生产能力, 跻身中国前十大钢企之列。

相关报告

报告撰写人: 马金龙

联系人: 杨华

深度报告

行业公司研究——新材料&金属材料(钢铁)——

证券研究报告

正文目录

1. 华菱钢铁已成为国内一流钢铁企业	4
1.1. 钢铁主业整体上市, “产品+区域”布局再优化	4
1.2. 产量快速提升, 进入钢铁行业第一阵营	5
1.3. 产品结构不断升级, 产品质量全国一流	6
2. 经济复苏+下游高速发展, 公司有望持续高盈利	7
2.1. 高端板材为主, 保持国内强劲竞争优势	8
2.2. 下游行业继续保持高景气度	9
2.2.1. 基础设施建设持续增长, 下游需求稳中向好	9
2.2.2. 公司家电板有望受益于家电行业结构升级	9
2.2.3. 油气投资有望触底反弹	10
2.2.4. 汽车板产量提升, 技术优势领先全国	11
3. 供给侧改革后持续稳定高盈利, 今年业绩有望进一步增长	12
4. 需求旺盛, 产品放量, 公司 2021 年有望继续实现业绩高增长	13
5. 盈利预测和投资建议	14
5.1. 盈利预测	14
5.2. 投资建议	15
6. 风险提示	15

图表目录

图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 2006 年-2021 年 1 月份公司铁、粗钢、钢材产量变化情况	5
图 3: 公司主要品种占比变化情况	6
图 4: 2014-2020H1 公司板材毛利情况	8
图 5: 2015-2021 板材价格指数走势	9
图 6: 2004-2020 固定资产投资情况	9
图 7: 家用冰箱产量及增长情况	10
图 8: 家用洗衣机产量及增长情况	10
图 9: 家用空调产量及增长情况	10
图 10: 家用彩电产量及增长情况	10
图 11: 2019-2021 布伦特原油价格	11
图 12: 2015-2020 新能源汽车产量及同比	11
图 13: 公司营业收入及增长情况	12
图 14: 公司年度归母净利及增长情况	12
图 15: 公司三项费用情况	12
图 16: 公司分季度归母净利及增长情况	12

图 17: 2016-2020 单季度销售毛利率、净利率走势	13
图 18: 2015-2021 中钢协板材价格走势	13
图 19: 2005-2021 钢价和矿价指数走势	14
表 1: 行业内主要公司产量情况 (万吨)	5
表 2: 公司主要产品及盈利情况	6
表 3: 公司产品结构变化情况	7
表 4: 公司产品下游情况	8
表 5: 公司营收及成本预测	15
表 6: 可比公司盈利和估值比较	15
表附录: 三大报表预测值	17

1. 华菱钢铁已成为国内一流钢铁企业

1.1. 钢铁主业整体上市，“产品+区域”布局再优化

湖南华菱钢铁股份有限公司是由湖南华菱钢铁集团为主发起人，联合长沙矿冶研究院等单位，共同发起成立的股份有限公司，于1999年4月29日在湖南工商行政管理局登记注册，总部位于湖南省长沙市。公司于1999年8月3日在深圳证券交易所挂牌交易。控股股东湖南华菱钢铁集团有限责任公司是1997年底由湖南三大钢铁企业--湘钢、涟钢、衡钢联合组建的大型企业集团是全国最早完成钢铁行业区域整合的钢铁公司。

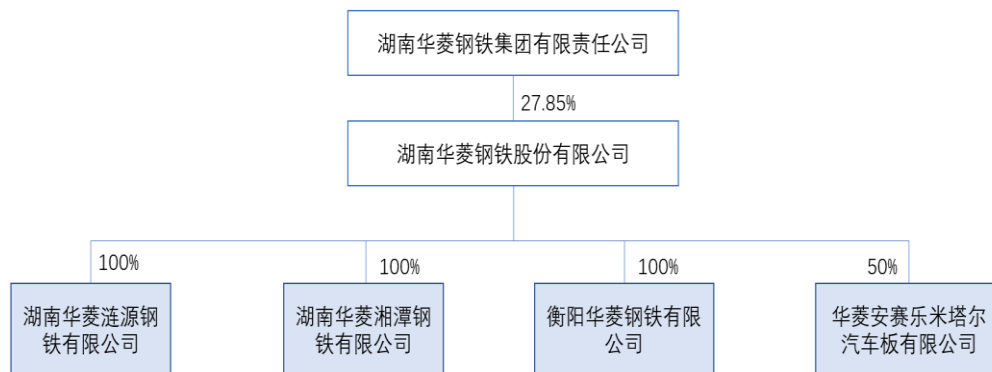
上市之后，公司积极谋求与欧洲先进钢铁企业的合作和发展。2005年公司与全球第一的钢铁企业安赛乐米塔尔达成战略合作，安米以逾26亿元的价格收购了华菱管线6.4亿股份，一跃成为华菱管线的第二大股东。2010年华菱安米合作共同出资成立华菱安赛乐米塔尔汽车板公司，主要面向中高端汽车板市场。

2016年7月17日，华菱钢铁披露重大资产重组预案，其主业将从由钢铁转换成“金融+节能环保”。2016年8月，安赛乐米塔尔将其全部持有的华菱钢铁3亿股股份转让给湖南国企创新私募投资基金，专注于与华菱集团在汽车板业务的长期战略合作。2017年6月30日，华菱集团发布公告停止重组，将继续钢铁为主业。

公司于2018年12月8日发布《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案》公告。方案主要分为两步，公司首先引入6家市场化债转股实施机构（建信金融、中银金融、华南华虹、中国华融、农银金融、招平穗达）增资“三钢”（华菱湘钢、华菱衡钢、华菱涟钢）32.8亿元。之后，公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买资产。其中，公司发行约13.6亿股收购华菱集团和投资机构所持有的“三钢”少数股权，即湘钢的5.29%，涟钢的37.25%和衡钢的31.64%。另外，公司拟通过现金支付方式购买华菱节能100%股权及阳春新钢控制权。该交易完成后公司股权更加清晰，权益产能提升。

2019年9月6日，公司发布《关于子公司华菱湘钢现金购买阳春新钢51%股权暨关联交易的公告》，根据公司公告，其控股子公司湖南华菱湘潭钢铁有限公司公司支付现金16.55亿元收购阳春新钢51%股权。收购完成后，阳春新钢将成为华菱湘钢的控股子公司。上市公司层面进一步增加规模优势，且在湖南之外地域加强布局，产品结构进一步优化。深耕“板材+棒材”全大类产品布局。股权结构方面，公司的实际控制人是湖南省国资委，第一大股东是湖南华菱钢铁集团有限公司，目前第一大股东持股比例为27.85%。

图1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 产量快速提升，进入钢铁行业第一阵营

公司自 1999 年组建以来规模始终处于不断提升壮大阶段。整体经历三个阶段，“十五”期间改造，产能由成立之初的 270 万吨增长到 2004 年的 500 万吨；“十一五”期间改造，产能到 2007 年增长到 1000 万吨；“十二五”期间改造，产能到 2011 年增长到 1500 万吨。截至 2020 年年末，公司实现产量铁产量 2109 万吨、粗钢产量 2678 万吨、钢材产量 2516 万吨，同比分别增长 5.98%、10.16%、9.97%。华菱钢铁产能规模已位居国内前列。

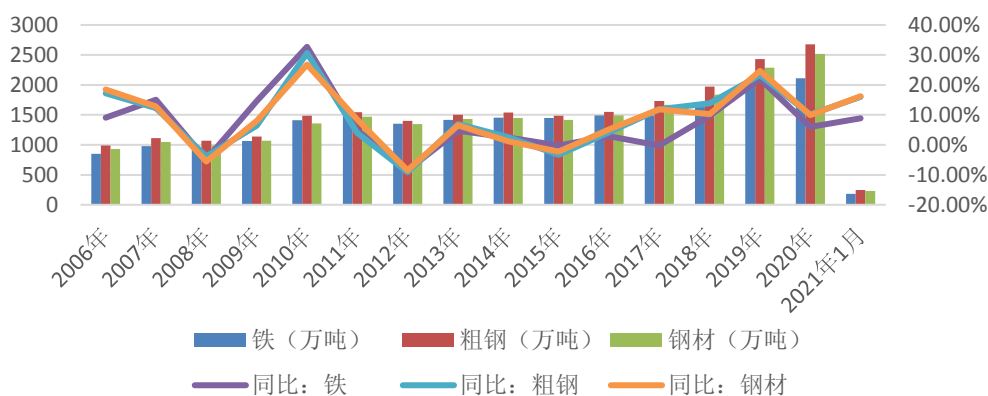
表 1：行业内主要公司产量情况（万吨）

公司名称	2018 年		2019 年		2020 年 H1	
	粗钢	钢材	粗钢	钢材	粗钢	钢材
宝钢股份	-	4675	-	4687	2345	2243
华菱钢铁	1972	1836	2431	2288	1298	1207
鞍钢股份	2615	2413	2714	2542	1259	1168
河钢股份	2680	2578	2672	2532	1175	1148
马钢股份	1529	1429	1527	1422	797	730
包钢股份	1524	1438	1546	1457	733	694
山东钢铁	1031	1001	1379	1351	797	743
太钢不锈	1070	1000	1085	1008	545	-
本钢板材	896	-	996	-	513	-
柳钢股份	1308	765	1367	809	-	414

资料来源：Wind，浙商证券研究所

在钢铁行业严禁新增产能的背景下，除了兼并重组方式之外，行业内各家企业都无法大幅增加产能，行业逻辑在此阶段将由增规模开始向“高质量、高品质、高效率”、技术科技引导产品升级方向发展。华菱钢铁 2010 年至 2020 年，粗钢产量年复合增长率 5.51%，在全国钢铁行业产能严控的情况下，公司在生产效率，产品结构调整方面取得长足进步。根据公司公告，截至 2020 年，公司主要两大生产基地，湘钢和涟钢人均钢产量达到 1380 吨/人/年；2021 年是“十四五”开局年，公司也将通过产品结构调整，部分产线技术改造等方式，在提升产品技术水平的同时，小幅增加产量。我们预计，公司有望在“十四五”期间产能突破 3000 万吨大关。

图 2：2006 年-2021 年 1 月份公司铁、粗钢、钢材产量变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3. 产品结构不断升级，产品质量全国一流

公司的主营业务主要是炼钢、轧钢及其相关产品的生产和销售。公司下属的三个子公司分别负责其不同主营业务的生产制造。螺纹钢等长材产量占比 29%，薄板产量占比 37%，中厚板产量占比 34%；湖南华菱涟源钢铁位于娄底市，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，衡阳华菱钢管位于衡阳市，主营产品为无缝管，具有 183 万吨无缝管生产能力。湖南华菱湘潭钢铁位于湘潭市，主营产品为中厚板，棒线材为主，其中棒线材产量占比 45%，中厚板产量占比 55%。

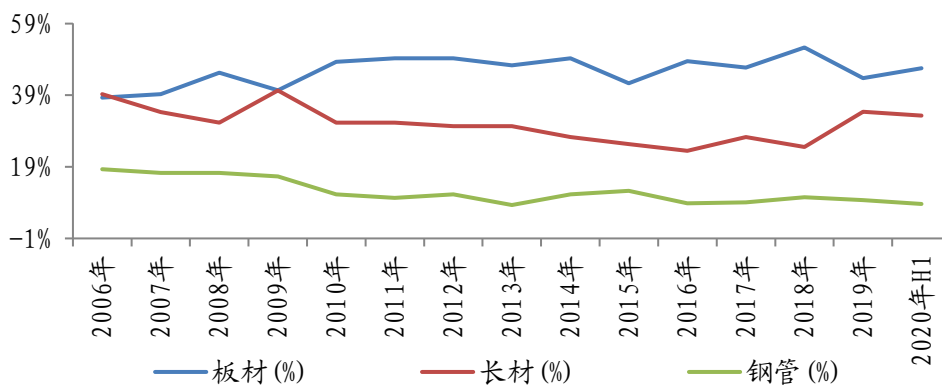
表 2：公司主要产品及盈利情况

公司名称	主要业务	产能情况	营收(亿元)	净利润(亿元)
华菱涟钢	卷板和螺纹钢	热轧 641 万吨，螺纹 100 万吨，冷254.03 轧 150 万吨，镀锌 30 万吨 中厚板 440 万吨、棒线材 290 万吨、		17.41
华菱湘钢	厚板和长材	螺纹钢 50 万吨	203.57	12.24
华菱钢管	无缝钢管	无缝钢管 183 万吨	44.95	13.73
VAMA	汽车板	汽车板 200 万吨（设计产能）	27.80	1.48

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司自上市以来，不断的加大技改及研发投入，在实现了产能增长的同时，也实现了产品结构逐渐向技术壁垒高、附加值大的产品逐渐过渡。产品结构随着技改投入及规模增长也发生了巨大变化，2004 年之前 500 万吨及以下规模时产品以棒材、钢管和线材为主；2007 年之前 1000 万吨及以下规模时宽厚板比例开始上升，棒材、钢管、线材下降；产能到 2011 年增长到 1700 万吨，板材占营收比例达到近 50%，正式成为公司主力品种。

图 3：公司主要品种占比变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

随着公司产品结构变化，高附加值、技术壁垒更高，定制化需求更多的板材产品成为主力品种后，公司加大研发投入，在板材产品领域取得长足进步。公司持续完善精益生产、销研产一体化、营销服务的“三大战略支撑体系”，坚持“深耕行业、区域主导、领先半步”的研发与营销策略，立足细分市场，瞄准标志性工程和标杆客户，以优异的产品、稳定的质量、超预期的服务，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了领先优势。

其中，在能源和油气领域，为俄罗斯亚马尔项目、中俄东线天然气管道工程、南海西部陵水 17-2 气田开发项目、沙特阿美项目、荔湾深海石油项目、巴基斯坦 SK 水电站

项目线等项目供货；在造船和海工领域，为世界前三大造船企业中船集团、韩国现代和三星造船的主力供应商，为世界最先进的超深水双钻塔半潜式钻井平台-“蓝鲸1号”钻井平台、亚洲第一超深井-塔里木油田轮探1井项目等重点工程供货；在机械和桥梁领域，是世界最大工程机械公司卡特彼勒的战略合作伙伴，是国内工程机械巨头中联、三一、徐工主要供货方，产品中标北京大兴国际机场、阿布扎比国际机场、港珠澳大桥、拉林铁路藏木特大桥、广州电视塔、上海中心大厦等标志性工程。

在汽车和家电用钢领域，通过与全球最大钢铁企业安赛乐米塔尔的战略合作，在汽车板合资公司实现与安赛乐米塔尔全球新技术同步共享、新产品同步上市，以强度高达1500Mpa的Usibor高强超轻汽车钢板为主打产品，目前已通过大部分合资品牌汽车主机厂的产线认证。

表 3：公司产品结构变化情况

年份	板材 (%)	长材 (%)	钢管 (%)	其他 (%)
2016 年	48.22	23.14	8.47	20.17
2017 年	46.43	26.95	8.77	17.85
2018 年	52.01	24.22	10.22	13.55
2019 年	43.48	34.01	9.37	13.14
2020 年 H1	46.19	32.99	8.3	12.52

资料来源：Wind，浙商证券研究所

华菱钢铁作为湖南省钢铁企业龙头，是我国最早完成区域整合的钢铁企业。在钢铁行业红利期间，公司快速扩大规模优势，在区域内形成规模效应，积极抓住国家经济快速发展期。行业的快速扩张为行业导致行业阶段性出现产能过剩情况，在行业红利殆尽，企业积极深耕产品结构升级，引入国际先进技术，在高端板材领域取得长足进步，逐步实现由“跟随”到“引领”的行业地位。同时，公司加强管理，通过深化“三项制度”改革，持续提升劳动生产率，并持续推进信息化建设，企业管理效率及生产效率显著提升，在国家严控产能的背景下，仍可以实现产量的增长，增厚企业利润。另外，公司在加强优势品种的研发生产外，长材及钢管产品仍合理排产。合理的产品结构有利于公司在不同市场环境下，可以合理调配资源，实现效益最大化，抵御市场波动带来的风险。

2. 经济复苏+下游高速发展，公司有望持续高盈利

公司主营业务为钢材产品的生产和销售，分别在湖南省湘潭、娄底、衡阳、广东省阳江市设有生产基地，拥有炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧材、钢铁深加工等全流程的技术装备，主体装备、生产工艺行业领先。产品涵盖宽厚板、热冷轧薄板、线棒材、无缝钢管四大系列近万个品种规格，远销东南亚、欧洲、南美洲、中东等全球主要区域。

宽厚板产品主要应用为造船板、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；冷热轧薄板产品主要应用为管线钢、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；无缝钢管产品覆盖大、中、小全组距，主要应用于油气行业；棒线材产品主要应用在基建及房地产施工用途。公司以优异的产品、稳定的质量、超预期的服务，在能源与油气、造船和海工、机械和桥梁、汽车等细分领域建立了领先优势。

表 4：公司产品下游情况

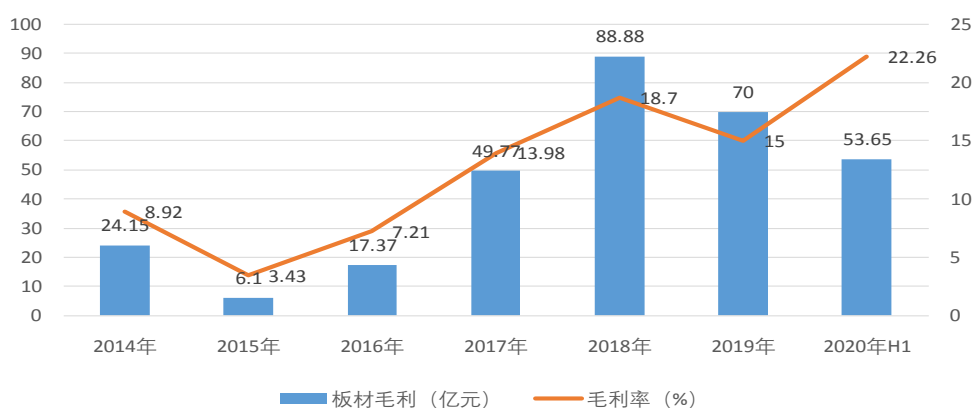
产品	下游行业
宽厚板	造船、锅炉生产、桥梁及高层建筑、海洋平台、工程机械
棒线材	房地产及基建
冷热轧薄板	工程机械、汽车、家电等
钢管	油气

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.1. 高端板材为主，保持国内强劲竞争优势

目前公司的钢铁产品以板材为主，2020年上半年，板材营收占公司总营收的46.19%，为公司贡献毛利59.33%。公司板材产品主要以宽厚板、热轧板卷，冷轧卷为主。2015年受全行业产能过剩，板材价格急剧下降，公司板材毛利率跌入近4年最低点至3.43%。2016年之后，供给侧改革推进改善行业供需格局，板材价格开始修复，一年内上升84.21%，板材毛利率同时水涨船高，同步提升。根据公司2020年半年报，板材产品实现营业收入241亿元，毛利率也经过前几年的一段平台期后（15%-18%之间），达到历史最高水平的22.26%。

图 4：2014-2020H1 公司板材毛利情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们认为，公司板材产品毛利率的提升主要受益于两方面：一方面公司深耕板材产品研发，产品竞争力逐步提高，产品在更多领域得到应用，且部分产品实现国产替代。公司的产品研发能力也使得公司可获得更多的定制化订单（定制化订单具有技术壁垒高、客户粘性大、产品利润空间大等优势）；另一方面，随着经济逐步复苏，下游行业开工增加，新能源汽车等新兴下游行业告诉发展带动板材需求，全市场板材供给弹性弱于需求增量，板材价格随势上涨。

根据中钢协公布的国内钢材价格指数（板材），2020年上半年受疫情因素影响，2020年上半年板材平均价格指数为97.73，较2019年水平下降较为明显。但随着疫情缓解，下游需求快速恢复，板材价格快速上升。2020年下半年，板材平均价格指数为108.88。2021年至今，板材价格平均指数继续维持在高位，截至2021年2月26日，该指数为125.48，延续去年年末的强势状态。

图 5：2015-2021 板材价格指数走势



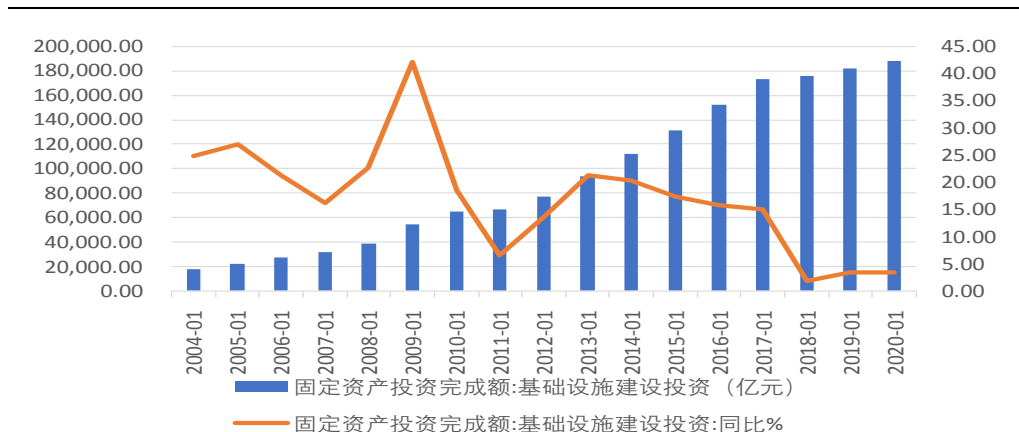
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 下游行业继续保持高景气度

2.2.1. 基础设施建设持续增长，下游需求稳中向好

基础设施建设是钢铁行业的重要下游，中厚板、结构钢等在桥梁、钢结构、高层建筑上使用广泛。2020 年，受疫情影响，建筑设施建设投资完成额同比大幅下滑，上半年同比增速均为负值。但值得注意的是，我国疫情防控效果显著，在下半年快速带动经济复苏。截止到去年年末，基础设施建设累计投资完成额为 18.83 万亿元，同比增长 3.41%。我们认为，基础设施建设虽然已经度过了告诉增长的阶段，但每年仍可以保持正增长，体现出了一定的任性。尤其是今年，在疫情大面积影响施工的情况，下半年基建投资快速增长，反映出经济复苏的强劲势头。

图 6：2004-2020 固定资产投资情况



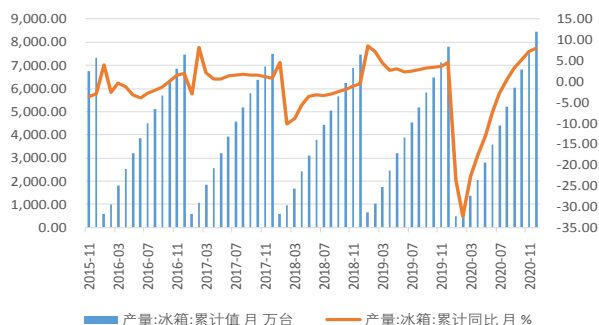
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2.2. 公司家电板有望受益于家电行业结构升级

板材的另一主要下游领域为家电行业。家电行业在 2020 年同样受到疫情影响，上半年产量大幅下行，但下半年随着各地出台促进消费政策及消费升级的驱动下，产量快速回暖。我们认为，我国经济稳定增长、居民可支配收入预期提升、社保水平提高等因素，将继续成为推动家电行业增长的驱动力。“十四五”时期，在国内家电市场将迎来新一轮消费结构的快速升级和农村市场的全面普及情况下，家电产量仍有望维持稳定增速。

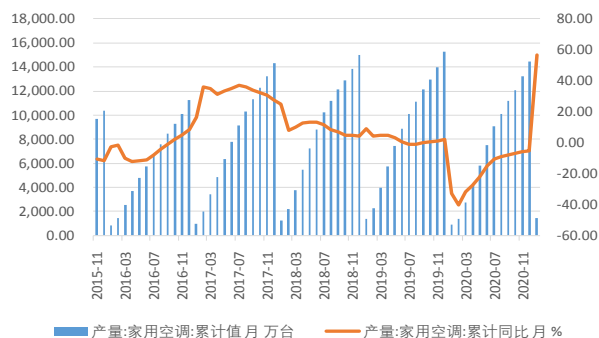
另外,消费升级也带动家电产品的不断升级,产品升级也将会对上游原材料家电板在质量及性能上提出更高的要求。华菱钢铁在产量、研发上处于行业领先地位,将在下游市场对产品升级过程中不断受益。另一方面,产品性能要求提升也将维护住公司产品的利润空间。

图 7: 家用冰箱产量及增长情况



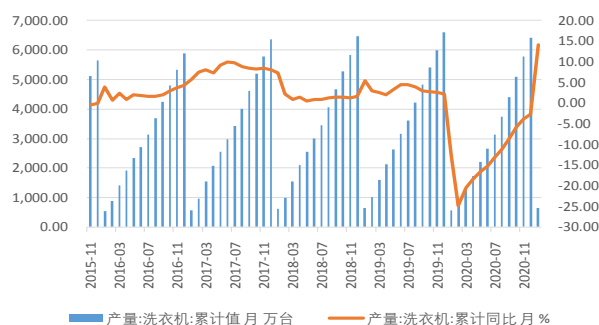
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 9: 家用空调产量及增长情况



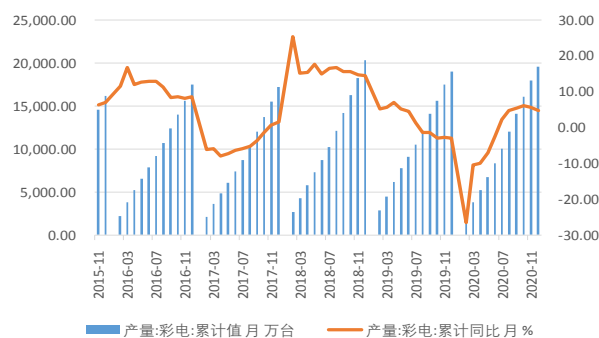
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 8: 家用洗衣机产量及增长情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 10: 家用彩电产量及增长情况



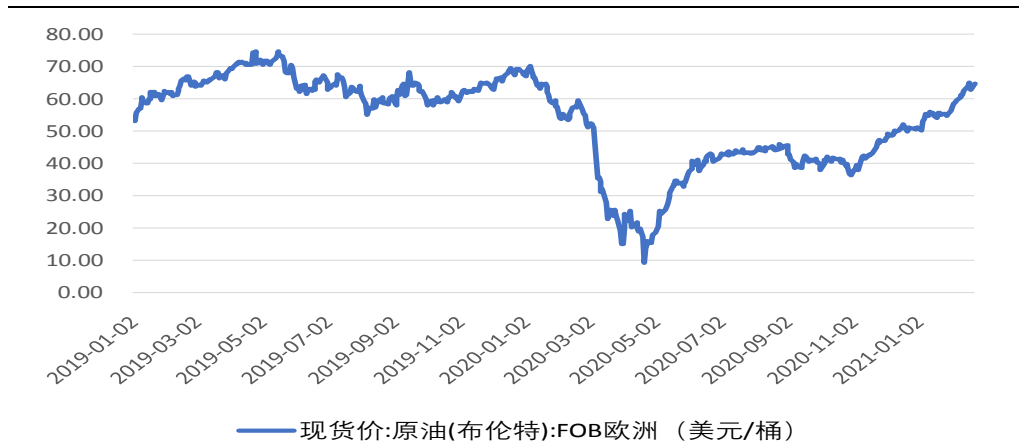
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2.3. 油气投资有望触底反弹

调价周期内,国际油价总体延续去年 11 月开始的震荡上行走势,伦敦布伦特、纽约 WTI 油价最高分别升至每桶 67.04 美元、63.53 美元,恢复至去年年初疫情爆发前水平,与 11 月初相比累计上涨超过 70%。供应方面,“欧佩克+”减产、沙特自愿额外减产为市场提供了信心,对油价形成托底支撑。美国遭遇极寒天气,得克萨斯州和其他产油州遭到停产或不同程度减产。美国商业原油库存也从去年 12 月初的阶段高位 5.03 亿桶下降 8%至 4.63 亿桶。需求方面,海外疫情防控形势明显改善,美国众议院通过 1.9 万亿美元财政刺激政策,均提振原油需求预期。同时,全球流动性充裕和大宗商品价格普涨的大环境,加快、扩大了油价上涨速度和涨幅。与上个调价周期相比,伦敦布伦特、纽约 WTI 油价平均分别上涨 7.61%、6.89%。

原油价格的不断上涨将会带动一波油气行业固定资产投资的增加,利好公司无缝钢管的市场需求。

图 11: 2019-2021 布伦特原油价格



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

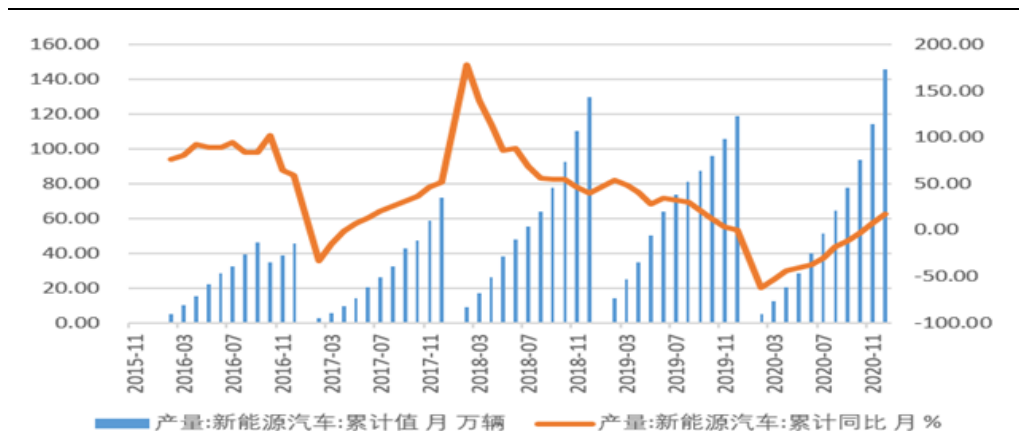
2.2.4. 汽车板产量提升, 技术优势领先全国

华菱钢铁与全球第一的钢铁企业安赛乐米塔尔合建的技术汽车板项目 (VAMA) 于 2012 年 6 月份正式开工建设, 生产汽车行业的冷轧钢板、镀锌钢板产品和其他特殊钢制品, 并于 2014 年 6 月正式投产, 总投资 52 亿元, 建设规模 230 万吨, 其中一期工程产能规模 150 万吨。华菱安赛乐米塔尔汽车板公司作为汽车用钢综合解决方案供应商, 拥有代表汽车板最高标准的 Usibor® 高强钢系列及轻量化汽车用钢解决方案。汽车板公司上游主要消化由公司子公司华菱湘钢生产的高端热轧基板, 公司一方面在湖南本地上下游联动, 构建起湖南省全产业链体系, 另一方面, 公司有效的将产能相对过剩的热轧产品转变为市场短缺的高强度汽车用钢产品, 变相提升了产品的盈利能力。

公司目前正在积极推动汽车板二期项目工程, 产量仍在逐步释放中, 未来几年内, 汽车板产量将逐步增加。另外, 公司汽车板总体产量处于全国钢铁企业中部水平。公司未来汽车板战略将依靠先进的技术优势, 在汽车板细分领域做到全国领先。

公司汽车板产品具有符合目前市场趋势对轻量化、高强度的需求。在新能源汽车高速发展阶段, 公司产品有望在新兴领域取得领先地位。

图 12: 2015-2020 新能源汽车产量及同比

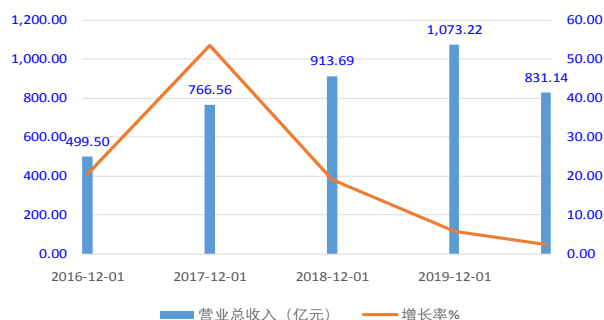


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3. 供给侧改革后持续稳定高盈利，今年业绩有望进一步增长

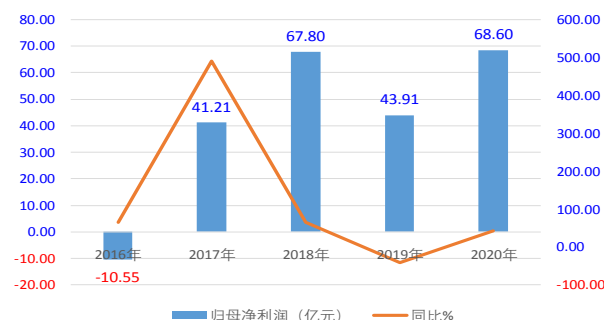
公司自供给侧改革后开始扭亏为盈，经过两年（2017年-2018年）的快速盈利后开始进入平稳增长期，整体保持较高的盈利能力，位于钢铁企业的领先地位。根据公司发布的2020年业绩预增公告，公司业绩再创新高，2020年全年预计实现归母净利润68.6亿元-70.6亿元之间，同比增长43.46%-48.02%。由于公司2019年完成重组，按照重组后口径计算，同比仍实现1.31%-5.53%的增速。

图 13：公司营业收入及增长情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：公司年度归母净利润及增长情况

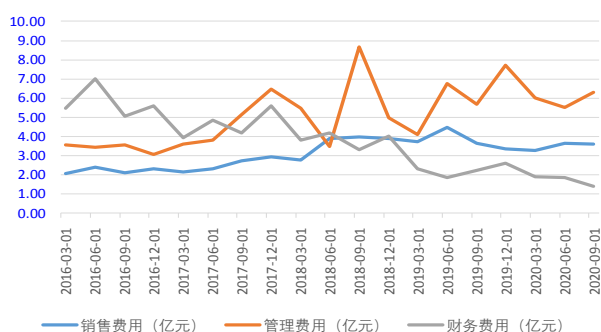


资料来源：Wind，浙商证券研究所

在面临2020年疫情的整体影响，以及下半年开始的上游原材料大幅涨价的情况下，公司取得较高的利润，可以看出公司产品结构优化及内部管理方面取得的长足进步。

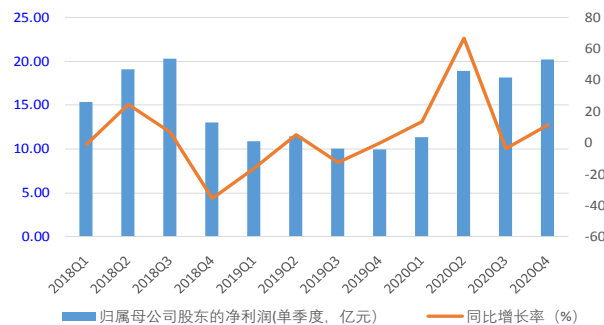
截至到2020年三季报，公司内部管理降费增效显著，销售费用及管理费用在产销量上升的阶段仍保持整个体平稳，财务费用持续下降，资产负债率同步下行，目前已突破60%。我们认为，未来随着持续较高的盈利，公司费用端仍有较大下降空间，资产负债率仍可继续下行至合理水平。

图 15：公司三项费用情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

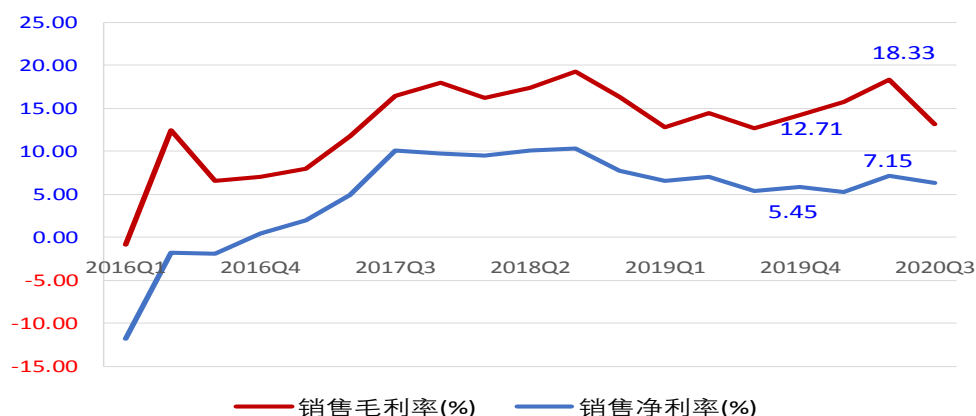
图 16：公司分季度归母净利润及增长情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

管理降费取得进步的同时，公司盈利能力也保持高水平运行，公司产品毛利率、净利率也保持近年来较高水平。截至2020年三季报，公司2020年前三季度销售毛利率、净利率分别为15.66%、6.31%，较2019年分别提升2.14个百分点、0.1个百分点。公司2020年Q4的业绩增速来看，我们认为公司全年利润率水平仍将进一步抬升。

图 17：2016-2020 单季度销售毛利率、净利率走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 需求旺盛，产品放量，公司 2021 年有望继续实现业绩高增长

我们认为，公司 2021 年全年业绩有望在去年高盈利的基础上有望进一步实现高增长态势。首先，下游需求将继续保持旺盛，新能源汽车增长空间仍然可期。船舶、集装箱等行业随着全年疫情缓解有望复苏，订单量或将增加。油气投资有望在去年基础上触底反弹；工程机械随着经济复苏，开工动力强劲带来持续红利。汽车及家电等行业将随着产品升级带来对高端板材需求的强力支撑。

以主要产品中厚板价格为例，截至 3 月 3 日，MySpic 公布中厚板价格指数已创造供给以来的最高水平。我们认为，供给侧改革开始后，板材产品整体处于低位运行是由于板材产品下游需求并未同步提振导致需求走弱导致价格并不强势。但在去年下半年开始，下游需求的复苏及新兴产业的高速发展带动板材产品的需求使得板材价格同步快速拉升。因此，下游的高增长将继续支撑公司产品的价格，保证公司继续高盈利。

图 18：2015-2021 中钢协板材价格走势

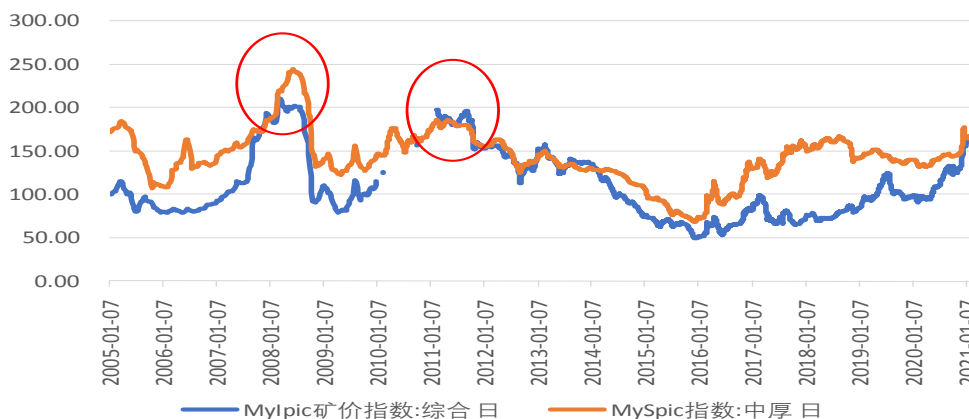


资料来源：Wind，浙商证券研究所

在关注产品价格的同时，要重视公司内部管理优化带来的利润增长。一方面，公司生产效率及产品结构的优化将带来公司产量的增加，预计 2021 年将实现粗钢产量突破 2800 万吨大关。另一方面，在面临目前上游原材料价格上涨的同时，公司产品同步涨价，证明产品高端化战略为公司带来了下游的议价能力，价格传导机制顺畅。另外，财务费用有望进一步降低，降低的有息负债将转入利润，增加公司利润空间。

纵观行业发展历程,钢铁行业在 2008 年及 2011 年期间同样面临高矿价的利润挤压。参考 MySpic 的钢材价格指数看,产品价格绝对值并未有所提升。但企业盈利能力较之前两个阶段有了较大的增长。证明公司内部管理效率提升的重要性。

图 19: 2005-2021 钢价和矿价指数走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们认为,公司 2021 年将在产品价格方面继续保持高位,企业吨钢盈利能力有望全年保持 2020 年四季度水平;企业内部降本工作继续推进,成本端有望再一次下降增厚利润;产品上升并突破 2800 万吨有望实现。公司有望在 2021 年实现量价齐升的机遇。

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 盈利预测

行业供需层面,我们预计 2021-2022 年将呈现阶段性的偏紧格局。供给方面,2021 年 1 月 26 日,在国务院新闻办召开的新闻发布会上,工业和信息化部新闻发言人、运行监测协调局局长黄利斌表示,钢铁压减产量是落实习近平总书记提出的我国碳达峰、碳中和目标任务的重要举措。工业和信息化部与发展改革委等相关部门正在研究制定新的产能置换办法和项目备案的指导意见。逐步建立以碳排放、污染物排放、能耗总量为依据的存量约束机制,确保 2021 年全面实现钢铁产量同比的下降。考虑到中国和全球经济处于复苏过程中,钢铁需求或将维持平稳,甚至呈现阶段性的小幅增长。因此,我们认为,钢铁供需或将偏紧。

目前,公司主要包括三大主要钢材品种:板材、长材和钢管。板材和长材是公司上市以来经营的主营业务,预计 2020 年的营业收入增长 8%左右,2021 年公司新增产能 120 万吨(提升比例 5%左右)。在考虑钢材平稳背景下,公司提升产能和优化配置,我们预计 2021-2022 年公司营业收入增幅分别为 5%和 3%左右,板材下游需求更好,预计 2021 年增速为 6%左右。成本端来看,铁矿石、焦煤焦炭等公司产品的主要原料,考虑到全球货币宽松,大宗商品价格维持高位运行,2021-2022 年价格重心或将有 2-3%的增幅,我们预计公司 2020-2023 年的板材、长材和钢管营业成本将分别上升 5%、3%和 3%左右。考虑到公司成本控制和盈利能力居于行业前列,预计公司整体毛利率从 2019 年的 13.7%提升到 2020-2022 年的 16.0%、17.9%和 17.9%左右。

表 5：公司营收及成本预测

业务	分类	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
板材	收入(亿元)	177.72	240.84	355.93	475.17	466.66	503.99	534.23	550.26
	增速	-34.36%	35.52%	47.79%	33.50%	-1.79%	8.00%	6.00%	3.00%
	毛利率	3.4%	7.2%	14.0%	18.7%	15.0%	17.4%	19.7%	19.7%
建材	收入(亿元)	105.73	115.58	206.59	221.34	364.97	394.17	413.88	426.29
	增速	-28.40%	9.32%	78.74%	7.14%	64.89%	8.00%	5.00%	3.00%
	毛利率	1.4%	10.4%	18.7%	18.6%	12.5%	14.9%	16.6%	16.6%
钢管	收入(亿元)	51.80	42.29	67.19	93.40	100.53	108.57	114.00	117.42
	增速	-15.65%	-18.36%	58.88%	39.01%	7.63%	8.00%	5.00%	3.00%
	毛利率	7.7%	-4.9%	12.0%	16.6%	17.8%	20.0%	21.6%	21.6%
其它收入	收入(亿元)	47.91	49.74	70.73	74.33	86.45	93.37	98.03	100.98
	增速	-4.28%	3.82%	42.20%	5.09%	16.31%	8.00%	5.00%	3.00%
	毛利率	-5.2%	8.7%	12.8%	15.0%	11.4%	13.9%	15.5%	15.5%
其它业务	收入(亿元)	31.83	51.04	66.12	49.45	54.61	56.25	59.06	60.83
	增速	18.50%	60.35%	29.55%	-25.21%	10.43%	3.00%	5.00%	3.00%
	毛利率	10.9%	6.4%	2.5%	8.4%	6.4%	6.4%	8.2%	8.2%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2. 投资建议

按照公司 2020 年业绩预增公告，2020 年有望实现 68.6-70.6 亿元归母净利润，公司 2020 年 4 季度单季度预计实现 20.23 亿元的归母。我们认为，公司 2021 年全年有望至少保持去年四度的盈利水平，叠加 2021 年产量仍将有 122 万吨产量增加。参考公司公告的 2020 年 4 季度产量测算，公司 2021 年粗钢产量将达 2800 万吨。

公司发布业绩快报，预计 2020 年归母净利为 63-65 亿元左右，同比增长 43.46%~48.02%。随着公司产量的不断提升，吨钢盈利能力的提高，保守估计公司 2021-2022 年归母净利分别为 82 亿元和 86 亿元左右。预计公司 2020-2022 年，实现 EPS 分别为 1.06/1.34/1.41 元；P/E 分别为 5.95 倍/4.70 倍/4.48 倍。综合来看，我们认为，公司属于优质钢铁企业估值洼地，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司盈利和估值比较

公司名称	证券代码	EPS(元/股)				PE				毛利率%	
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020H1
宝钢股份	600019	0.56	0.57	0.75	0.80	14.2	13.9	10.6	9.9	10.9	9.7
鞍钢股份	000898	0.19	0.20	0.26	0.25	19.5	18.8	14.0	14.9	8.3	8.8
南钢股份	600282	0.59	0.41	0.47	0.53	5.8	8.4	7.3	6.4	13.3	12.6
新钢股份	600782	1.07	0.79	0.81	0.86	4.7	6.3	6.2	5.8	9.0	5.8
可比公司平均		0.60	0.49	0.57	0.61	11.0	11.9	9.5	9.3	10.4	9.2
华菱钢铁	000932	0.72	1.06	1.34	1.41	8.82	5.95	4.70	4.48	13.5	17.2

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：除华菱钢铁外，其他公司盈利预测均采用 Wind 一致盈利预测，时间截止至 2021 年 3 月 5 日

6. 风险提示

(1) 家电、机械和汽车下游行业用钢需求不及预期。2021 年宏观经济复苏中，各下游行业复苏进程较慢，影响公司板材等产品的产销。

(2) 公司降本不达预期。之前，公司在降本增效方面做的较为突出，未来随着各种因素的变化，持续较大幅度的降本有待观察。

(3) 原材料价格上升。全球货币宽松大背景下，铁矿石煤焦等原料价格存在大幅上涨的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	32747.12	50785.91	60947.98	75884.85
现金	6684.58	22137.82	32975.92	47472.27
交易性金融资产	1310.65	1067.43	1169.40	1182.49
应收账款	4195.10	9833.96	9100.12	7843.10
其它应收款	0.00	116.08	89.09	72.61
预付账款	1449.89	1543.58	1606.70	1634.27
存货	8496.56	9962.23	9762.70	10020.38
其他	10610.35	6124.81	6244.05	7659.73
非流动资产	50181.20	48416.47	47606.87	47526.74
金额资产类	0.00	46.97	37.91	28.29
长期投资	288.88	268.61	272.84	276.78
固定资产	42163.23	40281.06	39100.19	38528.28
无形资产	4567.80	4669.39	4839.01	5073.70
在建工程	2801.08	2777.77	2970.33	3246.52
其他	360.21	372.68	386.59	373.17
资产总计	82928.32	99202.38	108554.85	123411.59
流动负债	47355.13	49904.04	48184.30	50297.70
短期借款	15755.29	17153.56	15187.13	16031.99
应付款项	12317.07	15392.72	14239.79	14892.33
预收账款	3848.48	4972.21	4984.80	5012.41
其他	15434.28	12385.56	13772.57	14360.97
非流动负债	3045.31	6911.20	5505.89	5154.13
长期借款	2022.50	2022.50	2022.50	2022.50
其他	1022.81	4888.70	3483.39	3131.63
负债合计	50400.44	56815.24	53690.19	55451.83
少数股东权益	4307.91	7658.14	11898.07	16347.85
归属母公司股东权	28219.96	34729.00	42966.59	51611.91
负债和股东权益	82928.32	99202.38	108554.85	123411.59
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10770.60	18261.04	14699.06	16948.55
净利润	6651.68	9859.27	12477.52	13095.09
折旧摊销	3479.12	2775.91	2850.21	2966.93
财务费用	942.21	1048.09	816.09	592.73
投资损失	(54.16)	(54.16)	(54.16)	(54.16)
营运资金变动	(2217.13)	5901.60	(1834.92)	345.16
其它	1968.89	(1269.66)	444.32	2.81
投资活动现金流	(7153.46)	(1216.17)	(1462.77)	(3095.39)
资本支出	(5150.37)	(754.03)	(1741.46)	(2548.64)
长期投资	(14.11)	8.48	(0.95)	(2.19)
其他	(1988.98)	(470.62)	279.65	(544.56)
筹资活动现金流	(5368.30)	(1591.62)	(2398.19)	643.18
短期借款	3102.75	1398.27	(1966.43)	844.86
长期借款	(4304.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(4167.00)	(2989.89)	(431.76)	(201.68)
现金净增加额	(1751.16)	15453.24	10838.10	14496.35

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	107115.63	115412.36	121686.00	125336.58
营业成本	92636.36	96979.77	99889.16	102885.84
营业税金及附加	757.16	897.69	960.66	950.11
营业费用	1550.62	1676.52	1821.61	1837.11
管理费用	2519.14	2815.48	2952.54	3015.45
研发费用	1137.55	1225.66	1292.29	1331.06
财务费用	942.21	1048.09	816.09	592.73
资产减值损失	190.09	237.98	249.70	246.02
公允价值变动损益	1.41	1.41	1.41	1.41
投资净收益	54.16	54.16	54.16	54.16
其他经营收益	314.52	198.43	212.81	241.92
营业利润	7889.13	10785.17	13972.33	14775.76
营业外收支	(109.61)	(109.61)	(109.61)	(109.61)
利润总额	7779.52	10675.56	13862.73	14666.15
所得税	1127.85	816.30	1385.21	1571.06
净利润	6651.68	9859.27	12477.52	13095.09
少数股东损益	2260.27	3350.23	4239.93	4449.78
归属母公司净利润	4391.40	6509.04	8237.59	8645.31
EBITDA	12067.49	14435.19	17485.26	18187.35
EPS（最新摊薄）	0.72	1.06	1.34	1.41
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	17.48%	7.75%	5.44%	3.00%
营业利润	-16.44%	36.71%	29.55%	5.75%
归属母公司净利润	-35.23%	48.22%	26.56%	4.95%
获利能力				
毛利率	13.52%	15.97%	17.91%	17.91%
净利率	6.21%	8.54%	10.25%	10.45%
ROE	14.94%	17.38%	16.94%	14.08%
ROIC	14.47%	17.78%	20.02%	18.04%
偿债能力				
资产负债率	60.78%	57.27%	49.46%	44.93%
净负债比率	43.73%	37.72%	36.99%	38.07%
流动比率	0.69	1.02	1.26	1.51
速动比率	0.51	0.82	1.06	1.31
营运能力				
总资产周转率	1.35	1.27	1.17	1.08
应收帐款周转率	31.49	30.44	29.73	29.57
应付帐款周转率	17.91	16.64	16.01	16.30
每股指标(元)				
每股收益	0.72	1.06	1.34	1.41
每股经营现金	1.76	2.98	2.40	2.77
每股净资产	4.60	5.67	7.01	8.42
估值比率				
P/E	8.82	5.95	4.70	4.48
P/B	1.37	1.12	0.90	0.75
EV/EBITDA	3.23	3.40	2.25	1.66

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn