

普中求特，减排先锋，板材龙头

——华菱钢铁首次覆盖报告

核心观点

- **板材是主要毛利贡献产品。**公司 20 年粗钢产量 2678 万吨，21 年目标产量同比增长。华菱钢铁集团为第一大股东，湖南省国资委为实控人。
- **行业预判：21-22 年吨毛利或处于扩张周期。**（1）供给端：钢铁行业冶炼能力或将大幅压缩。钢铁行业“碳达峰”、“碳中和”行动方案呼之欲出。（2）需求：制造业、汽车用钢景气周期上行。一方面，投资+库存双周期向上，拉动制造业钢材需求。工业部门主动补库，21 年全球 GDP 预计同比增长 4.0%，库存周期叠加朱格拉周期带动制造业钢材需求。另一方面，国内+国际汽车市场景气度回升，拉动汽车用钢需求。据中汽协预测，21 年国内汽车销量或增 4.1%。据 IHS Marikit 预测，21 年全球汽车销量或增 4.2%。（3）成本端：判断 21 年铁矿石价格保持平稳，22 年走低。我们预测 21 年全球铁矿石产量增速或约 2%，21 年全球粗钢产量同比增速或约 2%，判断 21 年铁矿石价格或持平。我们判断 22 年铁矿石价格或将走低。
- **公司优势：品牌、低碳、产品、高效四大亮点突出。**（1）品牌溢价：湖南省钢材需求坚挺，公司在当地享品牌溢价。公司占据湖南市场 80%以上粗钢份额，享有品种优势和品牌溢价。（2）减碳标兵：公司吨钢 CO2 排放和吨能耗处于行业优秀水平。19 年华菱钢铁吨钢 CO2 排放和吨能耗分别为 1405Kg/t 和 522Kgce/t，处于行业优秀水平。（3）产品力强：品种钢比例不断提升，工程机械用钢、汽车用钢优势突出。2016-20H1 品种钢比例从 32%提升至 48%。（4）高效生产：粗钢产量稳步增长，强激励加码提升运营效率。15-20 年公司粗钢产量稳步增长的主因是内部挖潜和生产效率提升。

财务预测与投资建议

- **PE 估值：**预测公司 20-22 年 EPS 为 1.00、1.21、1.33 元。根据可比公司 2021 年 8X 估值，给予公司 2021 年 8X 的 PE 估值。综上，首次覆盖给予公司买入评级，目标价 9.68 元。

风险提示

- 政策力度不及预期；公司产品盈利能力周期性波动风险；宏观经济增速放缓；成本大幅上行。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	101,204	107,116	123,358	144,962	144,175
同比增长(%)	32.2%	5.8%	15.2%	17.5%	-0.5%
营业利润(百万元)	10,703	7,889	7,958	9,594	10,510
同比增长(%)	99.9%	-26.3%	0.9%	20.6%	9.5%
归属母公司净利润(百万元)	7,378	4,391	6,143	7,423	8,140
同比增长(%)	79.0%	-40.5%	39.9%	20.8%	9.7%
每股收益(元)	1.20	0.72	1.00	1.21	1.33
毛利率(%)	17.9%	13.5%	16.9%	16.9%	17.4%
净利率(%)	7.3%	4.1%	5.0%	5.1%	5.6%
净资产收益率(%)	48.4%	18.3%	20.1%	20.8%	19.4%
市盈率	5.3	8.8	6.3	5.2	4.8
市净率	2.0	1.4	1.2	1.0	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

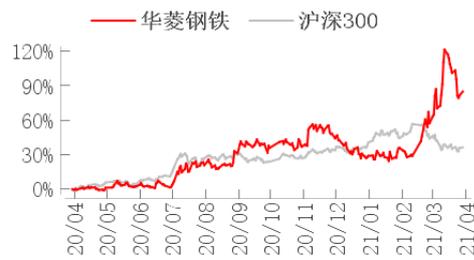


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年03月29日)	6.87元
目标价格	9.68元
52周最高价/最低价	8.56/3.61元
总股本/流通A股(万股)	612,908/493,839
A股市值(百万元)	42,107
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2021年03月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-9.03	17.63	45.77	84.89
相对表现	-7.14	19.84	39.11	64.22
沪深300	-1.89	-2.21	6.66	20.67



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘洋
021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002

证券分析师 孙天一
021-63325888*4037
suntianyi1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519060001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

前言：碳达峰与碳中和，龙头有望充分受益	5
1. 公司概况：湖南华菱钢铁集团持股 61%，湖南国资委为实控人	6
1.1 华菱钢铁集团持股 61%，湖南省国资委为实际控制人	6
1.2 板、长兼备，板材贡献主要毛利	7
2. 行业预判：21-22 年吨毛利或处于扩张周期	10
2.1 供给：钢铁行业冶炼能力或将大幅压缩	10
2.2 需求：制造业、汽车用钢景气周期上行	11
2.3 成本：判断 21 年铁矿石价格保持平稳，22 年走低	16
3. 公司优势：品牌、低碳、产品、高效四大亮点突出	19
3.1 品牌溢价：湖南省钢材需求坚挺，公司在当地享品牌溢价	19
3.2 低碳标兵：吨钢 CO ₂ 排放和吨能耗处于行业优秀水平	20
3.3 产品力强：品种钢比例不断提升，工程机械用钢、汽车用钢优势突出	22
3.4 高效生产：粗钢产量稳步增长，强激励加码提升运营效率	26
盈利预测与投资建议	28
盈利预测：20-22 年 EPS 分别为 1.00、1.21、1.33 元	28
投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 9.68 元	29
风险提示	29

图表目录

图 1: 截至 2020 年 6 月 30 日, 华菱钢铁股权结构示意图	6
图 2: 华菱钢铁五大生产基地	6
图 3: 华菱钢铁历年营业收入及同比变动	7
图 4: 华菱钢铁历年归母净利润及同比变动	7
图 5: 2015-2020 年华菱钢铁粗钢产量及同比增速 (单位:万吨)	7
图 6: 2015-2020 年华菱钢铁钢材产量逐年提升 (单位:万吨)	7
图 7: 华菱钢铁 2020H1 营收结构	8
图 8: 华菱钢铁 2020H1 毛利结构	8
图 9: 2017-20H1 华菱钢铁分品种钢材单吨成本 (单位: 元/吨)	9
图 10: 2017-20H1 华菱钢铁分品种钢材单吨毛利 (单位: 元/吨)	9
图 11: 华菱钢铁立足于国内市场, 2018-20H1 年市场结构较为稳定	9
图 12: 2010-2020 年我国钢材产量和表观消费量 (单位: 万吨)	11
图 13: 综合价格指数与钢坯价格指数走势	11
图 14: 库存周期四阶段	12
图 15: 美、中库存周期	12
图 16: 中国出口金额同比与工业产成品库存同比	12
图 17: 全球经济经历五轮朱格拉周期	13
图 18: 世界银行 GDP 增速预测 (单位: %)	13
图 19: 国内汽车市场逐步恢复	14
图 20: 2019-2023 年中国汽车销量 (单位:万辆)	14
图 21: 2019-2023 年全球汽车销量 (单位:万辆)	14
图 22: 汽车用钢材占比	15
图 23: 2010-2017 年全球铁矿石供给格局	16
图 24: 2020 年四大矿山产销量 (单位: 百万吨)	16
图 25: 2020-2022 年四大矿山产量 (单位: 百万吨)	17
图 26: 2019 年转炉法粗钢产量分布 (单位: 万吨)	18
图 27: 日本、印度、韩国粗钢产量 (单位: 万吨)	18
图 28: 2015-2021 年全球粗钢产量	18
图 29: 2015-2021 年其他地区粗钢产量	18
图 30: 华菱钢铁湘潭、娄底和衡阳三大生产基地区位分布	19
图 31: 华菱钢铁为湖南省最大钢厂、粗钢产量占比基本维持在 80%以上	19
图 32: 2019 年华菱钢铁单位产钢能耗在行业内处于优秀水平	22

图 33：2019 年华菱钢铁单位产钢温室气体排放量在行业内处于优秀水平	22
图 34：品种钢销量占比（%）	23
图 35：20H1 品种钢销量同比增幅	23
图 36：钢铁企业中厚板品种能力综合排名，华菱钢铁中厚板综合品种能力排行榜上稳居第一梯队	23
图 37：全球客户经理、全球技术协调保证为客户提供最优质的服务	25
图 38：2015-2020 年华菱钢铁粗钢产量及同比增速（单位:万吨）	26
图 39：2013-2019 年华菱钢铁员工总数保持下滑走势、人均粗钢产量持续上升	26
图 40：2019 年华菱钢铁人均粗钢产量处于申万钢铁板块前列	26
表 1：华菱钢铁钢材产能情况	8
表 2：力拓、FMG、淡水河谷新增产能计划	17
表 3：华菱钢铁细分产品价格与行业平均价格对比（单位：元/吨）	20
表 4：降低各项能源消耗，提升自发电比例，减少外购电量	21
表 5：2018-2019E 华菱钢铁碳排放总量	22
表 6：华菱钢铁品种结构优势明显，已打造了多个细分市场“隐形冠军”	24
表 7：安赛乐米塔尔与华菱涟钢和汽车板公司达成技术转让协议使公司能够生产出高端产品	25
表 8：可比公司估值表	29
表 9：2021 年公司业绩对板材吨毛利的敏感性分析	29

前言：碳达峰与碳中和，龙头有望充分受益

我们曾在 2021 年 3 月 4 日发布的《钢铁碳中和：必要性及去产量可能路径探讨》深度报告中指出，碳达峰、碳中和或将对中国乃至全球钢铁行业产生极其深远的影响，在 2021 年疫后全球经济复苏背景下，钢铁板块或迎来系统性投资机会。短期看，通过“去产量”等方式实现钢铁行业“碳达峰”将重塑钢铁上下游产业链利润分配，对大宗商品价格趋势产生重要的影响；中长期看，通过产能转移以及长短流程切换等方式实现钢铁行业“碳中和”将极大改变全球钢铁行业的供需格局。若“碳达峰”措施短期内落实，在全球经济复苏背景下，国内粗钢产量同比负增长将提振钢价、压制矿价，钢企吨钢盈利有望迎来扩张。另外，由于粗钢产量得到控制，钢企吨钢盈利的波动性有望得到一定程度的平抑，从而有利于上市钢企估值水平的提升。

华菱钢铁作为板材龙头，有望充分受益于本轮行情。华菱钢铁作为板材龙头，地处湖南这一钢材净流入大省，拥有品牌溢价、低碳标兵、产品力强、高效生产四大突出亮点，有望充分受益于本轮钢铁板块系统性机会。我们将在正文中展开详细论述。

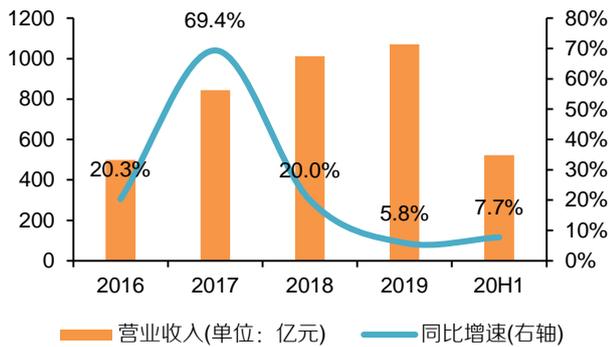
数据来源：公司公众号、东方证券研究所

1.2 板、长兼备，板材贡献主要毛利

(一) 总量：2020 年上半年华菱钢铁营收和业绩增速明显，2015-2020 年产量逐年提升

2020 年上半年华菱钢铁营收和业绩实现快速增长，利润增速快于营收增速。根据公司各年年报，自 2016 年华菱钢铁营收和业绩稳步增长。2019 年公司实现营收 1071.2 亿元，同比增长 5.8%，归母净利润受营业成本提升影响下降为 43.9 亿元，同比下滑 40.5%。2020 年尽管受新冠疫情影响，上半年实现营收 521.7 亿元，同比增长 7.7%，实现归母净利润 30.2 亿元，同比增长 35.1%。

图 3：华菱钢铁历年营业收入及同比变动



数据来源：公司公告、东方证券研究所

注：2019 年对 2017、2018 年营收进行追溯调整

图 4：华菱钢铁历年归母净利润及同比变动



数据来源：公司公告、东方证券研究所

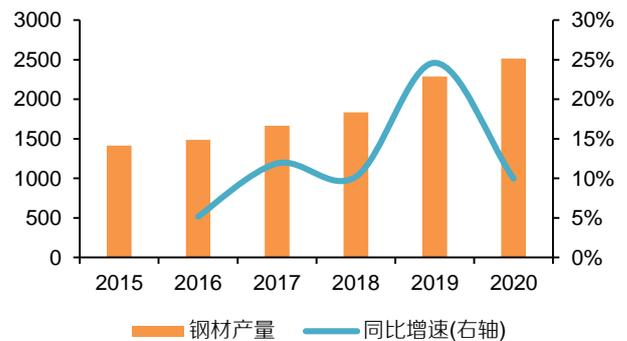
注：2019 年对 2017、2018 年归母净利润进行追溯调整

2015-2020 年公司粗钢和钢材产量逐年提升。根据公司公告，自 2015 起华菱钢铁粗钢和钢材产量逐年增长，2020 年公司粗钢产量为 2678 万吨，同比增长 11.6%，钢材产量为 2516 万吨，同比增长 10.0%，2015-2020 年粗钢产量和钢材产量的复合增速分别为 12.5%、12.2%。

图 5：2015-2020 年华菱钢铁粗钢产量及同比增速（单位：万吨）



图 6：2015-2020 年华菱钢铁钢材产量逐年提升（单位：万吨）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

数据来源：公司公告、东方证券研究所

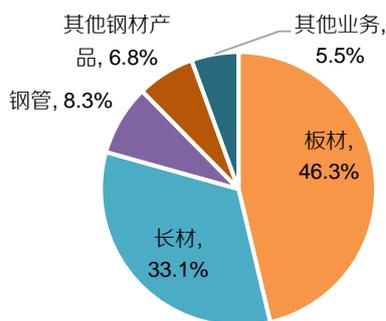
（二）结构：板材是主要营收、毛利贡献产品，以吨毛利排序从高到低分别为钢管、板材、长材以钢铁制造为主业，板管棒线品种齐全。根据公司公告，华菱钢铁以钢铁制造为主业，是全国十大钢铁企业和全球二十大钢铁企业之一、全球最大的宽厚板生产企业、国内第二大的无缝钢管供应商、全球技术最先进的汽车板生产企业，形成了板管棒线兼有、普特结合、专业化分工生产格局。截至2019年，公司具备长材产能740万吨、板材产能1261万吨、钢管产能177万吨。

表 1：华菱钢铁钢材产能情况

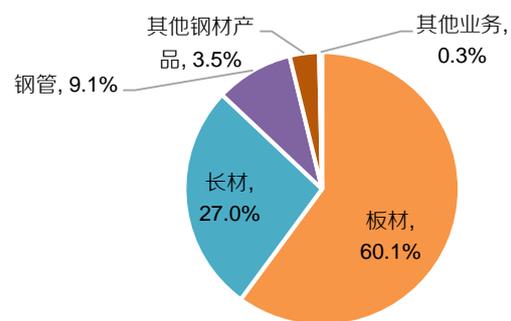
产品	项目	2019	2020H1
长材	产能（万吨）	740.0	370.0
	产量（万吨）	968.8	506.4
板材	产能（万吨）	1261.0	630.5
	产量（万吨）	1167.5	624.3
钢管	产能（万吨）	177.0	88.5
	产量（万吨）	151.6	76.8

数据来源：公司公告、东方证券研究所

板材是主要营收、毛利贡献产品。从营收结构看，根据2020年半年报，板材的营收占比为46.3%，长材、钢管、其他钢材产品和其他业务营收占比分别为33.1%、8.3%、6.8%和5.5%。从毛利结构看，2020年上半年公司板材实现毛利53.7亿元，占比高达60.1%，其次为长材，占比为27.0%。

图 7：华菱钢铁 2020H1 营收结构


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：华菱钢铁 2020H1 毛利结构


数据来源：公司公告、东方证券研究所

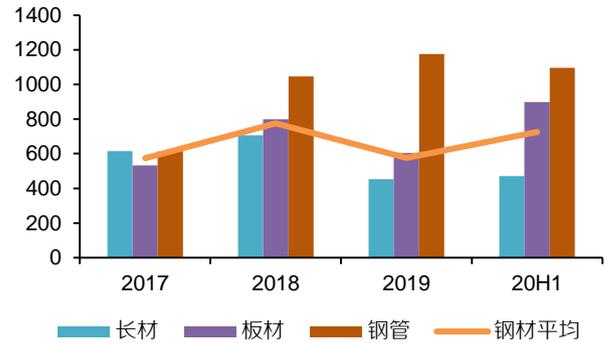
钢管吨毛利高于板材高于长材。从整体上看，2017-2020年上半年华菱钢铁钢材吨成本稳定在3100-3450元/吨，吨毛利呈波动趋势，但基本稳定在550-750元/吨区间，其盈利模式类似于“成本加成”的加工型企业收取固定的“加工费”的模式。分品种看，钢管单吨成本和毛利明显高于其他产品，为公司高端产品，2018-2020年上半年钢管吨毛利均保持在1000元/吨以上，2019年、2020年上半年钢管单吨毛利分别为1175元/吨、1096元/吨。

图 9：2017-20H1 华菱钢铁分品种钢材单吨成本（单位：元/吨）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

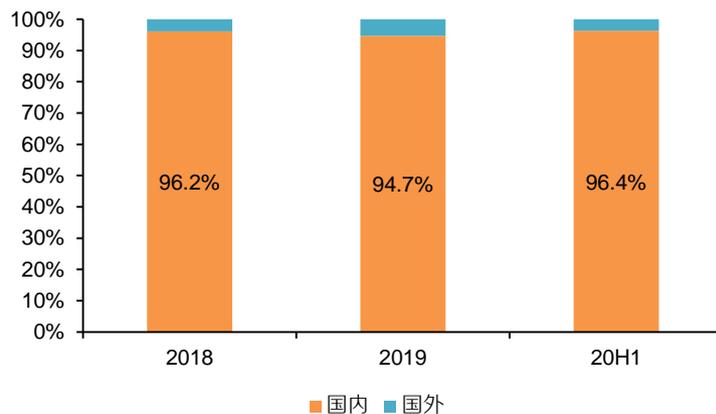
图 10：2017-20H1 华菱钢铁分品种钢材单吨毛利（单位：元/吨）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

从市场结构看，华菱钢铁立足国内、兼顾海外，2018-20H1 年市场结构较为稳定。根据公司公告，2019 年华菱钢铁国内、国外营收占比分别为 94.65%和 5.35%，2020 年上半年分别为 96.36%和 3.64%，市场结构较为稳定。

图 11：华菱钢铁立足于国内市场，2018-20H1 年市场结构较为稳定



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2. 行业预判：21-22 年吨毛利或处于扩张周期

2.1 供给：钢铁行业冶炼能力或将大幅压缩

2030 年前“碳达峰”、2060 年前“碳中和”目标明确。2020 年 9 月，中国政府向国际社会宣布，将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。而 2020 年 12 月 16 日至 18 日在北京举行的中央经济工作会议则确定，2021 年要做好碳达峰、碳中和工作。抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。

钢铁行业“碳达峰”、“碳中和”工作方案呼之欲出，将确保 2021 年实现钢铁产量同比下降。2021 年 1 月 26 日，工信部新闻发言人、运行监测协调局局长黄利斌在国新办新闻发布会上介绍，钢铁压减产量是我国完成碳达峰、碳中和目标任务的重要举措，工信部将结合当前行业发展的总体态势，着眼于实现碳达峰、碳中和阶段性目标，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，研究制定相关工作方案，确保 2021 年全面实现钢铁产量同比的下降。

未来钢铁行业冶炼能力或将大幅压缩。国务院新闻办公室于 2021 年 3 月 1 日举行新闻发布会，工业和信息化部部长肖亚庆，工业和信息化部党组成员、总工程师田玉龙介绍工业和信息化发展情况，并答记者问。肖亚庆表示，钢铁产量主要从节能减排方面看，冶炼能力要大幅压缩，当然压缩多少、量多少，工业和信息化部也正在配合国家有关部门在制定规划。

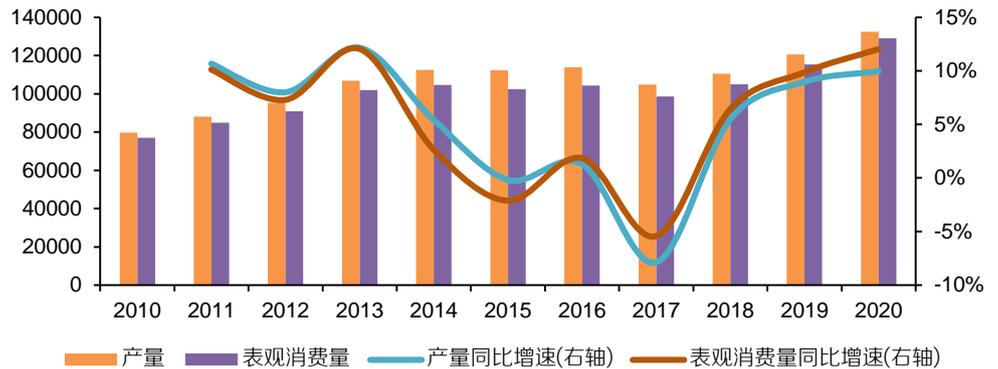
唐山环保限产升级。2021 年 3 月 18 日，唐山市大气污染防治工作领导小组办公室发布《关于报送钢铁行业企业限产减排措施的通知》，要求唐山市中除首钢股份公司迁安钢铁公司、首钢京唐钢铁联合有限责任公司之外的全流程钢铁企业，自 3 月 20 日 0 时至 12 月 31 日 24 时执行限产规定，减排比例为 30%-50%。

综上，我们认为钢铁行业“碳达峰”、“碳中和”行动方案或呼之欲出，“去产量”、“压产能”或成为可能的实现途径，势必将对国内乃至全球钢铁行业造成重大而深远的影响，钢铁板块或迎来系统性的重估机会。

2.2 需求：制造业、汽车用钢景气周期上行

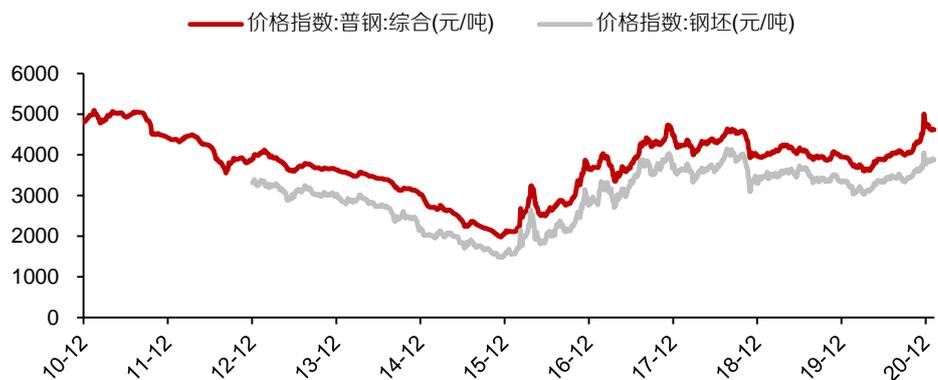
2016年起钢材表观消费量增速高于产量增速，对应钢价波动上行。钢材表观消费量根据国家统计局所公布的产量数据，以及海关总署公布的进出口数量计算而得，其公式为：表观消费量=钢材产量+进口数量-出口数量。根据历年统计数据，在2016年后，钢材表观消费量同比增速高于产量增速。2020年，我国钢材产量为13.25亿吨，同比上升10.0%，表观消费量为12.91亿吨，同比上升12.0%。

图 12：2010-2020 年我国钢材产量和表观消费量（单位：万吨）



数据来源：国家统计局、海关总署、东方证券研究所

图 13：综合价格指数与钢坯价格指数走势

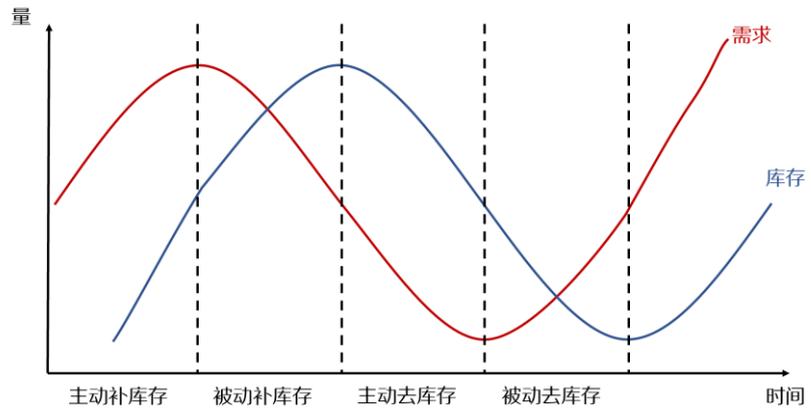


数据来源：Wind、东方证券研究所

2.2.1 投资+库存双周期向上，拉动制造业钢材需求

库存周期的基本驱动是工业企业产成品库存或存货随经济预期变化带来的波动，为典型的短期经济波动规律。当经济预期向好、产成品库存水平较低时，工业企业通常将主动补库存来应对未来更为旺盛的需求，从而拉动其上游原料或中游半成品的短期需求，驱动原料价格上涨。

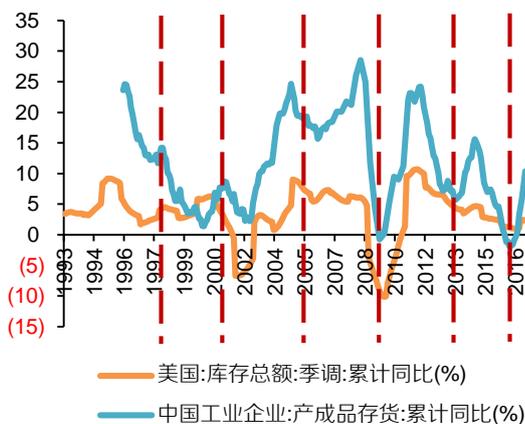
图 14：库存周期四阶段



数据来源：东方证券研究所

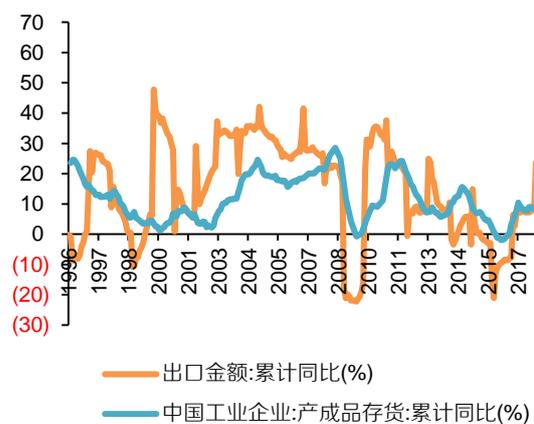
美国、中国为全球经济最重要的“发动机”，同时也是全球制造业产成品最重要的“输入国”和“输出国”，其库存周期能够有效反映全球制造业的库存周期。自 1997 年以来，美国、中国已清晰的经历了 1997-2001、2001-2005、2005-2009、2009-2013、2013-2016、2016-2019 年完整的六轮库存周期，每轮周期跨度约为 3-4 年左右。受新冠肺炎疫情影响，美国新一轮库存周期上升周期确认时间推迟至 2020 年 7 月。而中国工业企业产成品库存在 2020Q1 受到新冠疫情和春节因素影响提前回升，但实际新一轮库存周期上升周期确认时间也为 2020 年 7 月左右。中国是全球制造业产成品最重要的“输出国”，根据海关总署和国家统计局统计数据，中国出口金额领先于库存同比约 6 个月-1 年左右。因此其商品出口是中国库存周期形成的驱动因素。

图 15：美、中库存周期



数据来源：美国商务部、国家统计局、东方证券研究所

图 16：中国出口金额同比与工业产成品库存同比

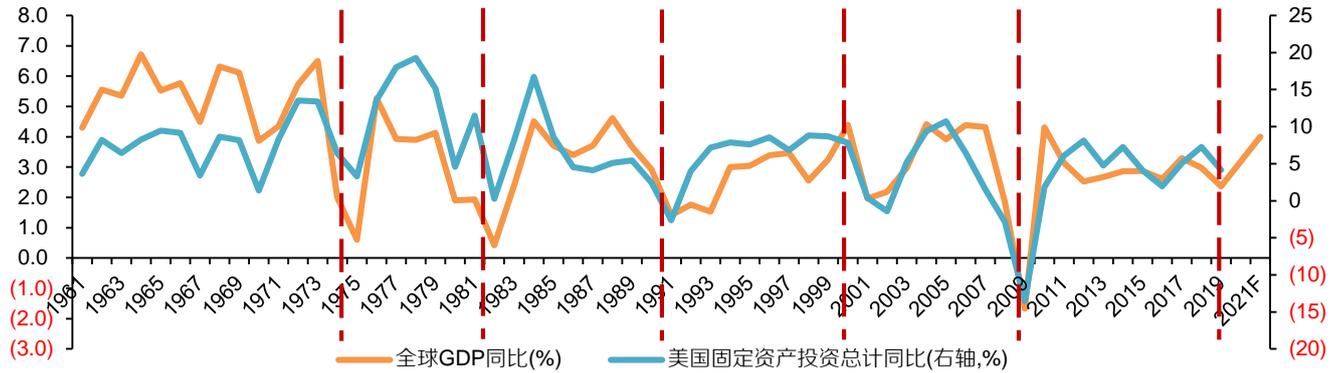


数据来源：国家统计局、海关总署、东方证券研究所

朱格拉周期以资本特别是设备更新换代为驱动，全球 GDP 增速可以较好表征朱格拉周期的波动。自 1975 年以来，全球经济大约经历了五轮朱格拉周期，即 1975-1982、1983-1992、1993-2000、2001-2008、2009-2019。而根据世界银行和美国经济分析局统计数据，美国固定资产投资总计同

比与全球 GDP 同比波动保持一致。因此，钢铁作为下游设备、建筑、基建等固定资产投资的重要原料，其需求在长周期内也基本服从 GDP 增速的周期波动。

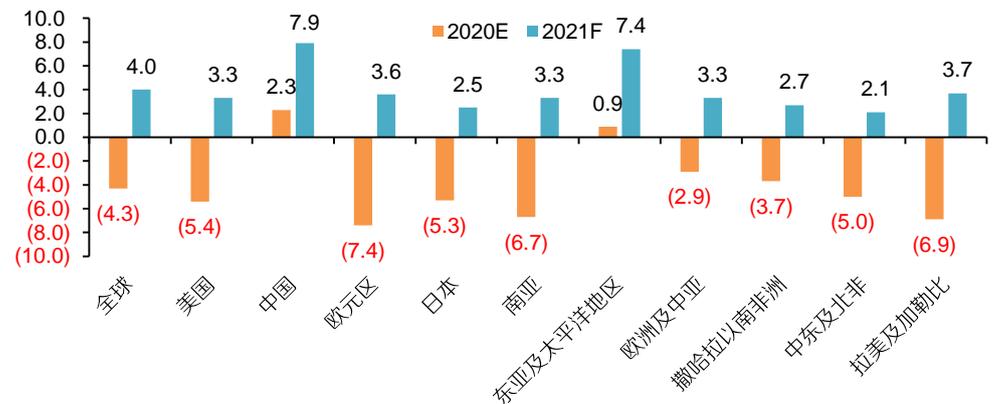
图 17: 全球经济经历五轮朱格拉周期



数据来源: 世界银行、美国经济分析局、东方证券研究所

新冠肺炎疫情重创全球经济，2021 年全球经济或将迎来复苏，我们预计新一轮朱格拉周期上升期或开启，从而带动制造业钢材需求。根据国家统计局统计和世界银行于 2021 年 1 月发布的经济增长预测报告，受新冠疫情爆发和蔓延影响，2020 年全球经济遭到重创，GDP 增速预计仅为-4.2%，增速创 1961 年以来新低。分国家或地区看，中国 2020 年 GDP 实现正增长为 2.3%，美国 2020 年 GDP 或为-5.4%，欧元区或为-7.4%，日本或为-5.3%。2021 年，随着新冠肺炎疫苗面世和全球主要经济体经济大规模经济刺激计划的退出，全球经济或将迎来复苏。根据世界银行预测，2021 年全球 GDP 增速预计将达 4.0%。其中，中国 2021 年 GDP 增速或为 7.9%，美国或为 3.3%，欧元区或为 3.6%，日本或为 2.5%。全球经济复苏预期将驱动工业部门固定资产投资回升，我们预计新一轮朱格拉周期上升期或开启。

图 18: 世界银行 GDP 增速预测 (单位: %)

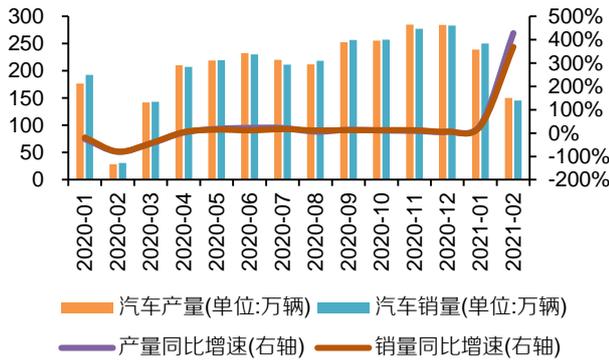


数据来源: 国家统计局、世界银行、东方证券研究所

2.2.2 国内+国际汽车市场景气度回升，拉动汽车用钢需求

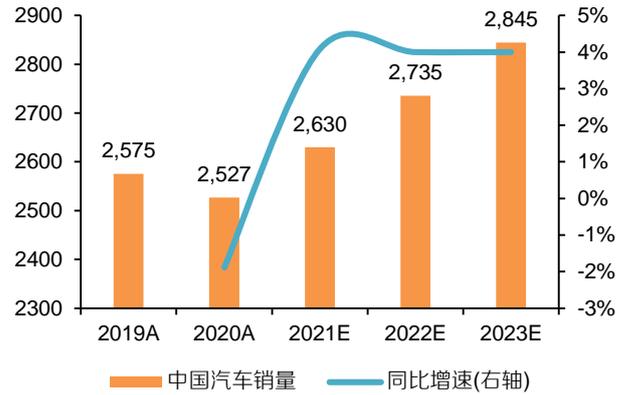
国内汽车市场景气度回升。根据中国汽车工业协会统计数据，受到新冠疫情影响，2020年一季度国内汽车产销量大幅下降。但随着疫情得到有效扼制，3月开始汽车市场逐步恢复，产销量稳定保持增长，其中2020年12月单月产量达到284万辆，销量达到283万辆，2020年全年实现产销量均超过2500万辆。同时根据中汽协预测，2021年国内汽车销量将达2630万辆，同比增长4.1%。

图 19: 国内汽车市场逐步恢复



数据来源: 中国汽车工业协会、东方证券研究所

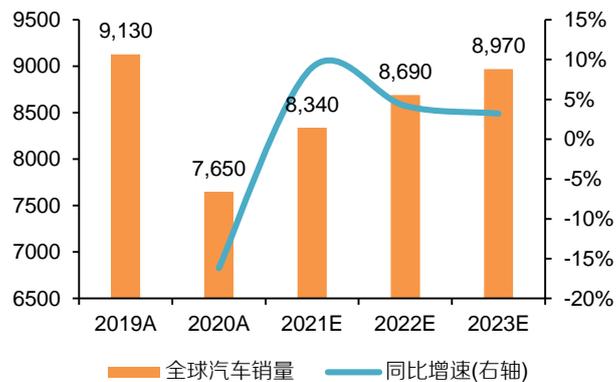
图 20: 2019-2023 年中国汽车销量 (单位: 万辆)



数据来源: 中国汽车工业协会、东方证券研究所

全球汽车市场景气度回升。受到疫情影响，2020年全球汽车销量大幅下滑，仅为7650万辆，较19年降低了9%。但随着全球范围内陆续的复工复产和疫苗的普及，全球车市有望逐渐好转。据IHS Markit预测，2021年全球汽车销量将达8340万辆，同比增长4.2%。并在随后两年内继续保持稳步增长态势。

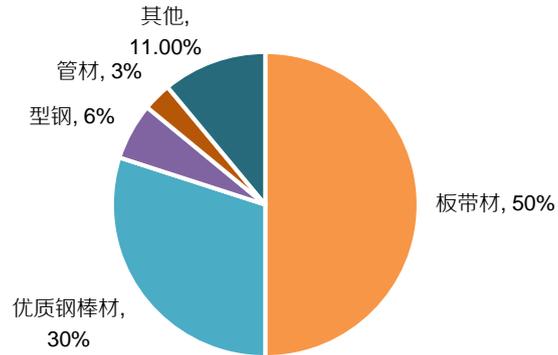
图 21: 2019-2023 年全球汽车销量 (单位: 万辆)



数据来源: IHS Markit、东方证券研究所

汽车用钢中，板材占比50%以上。根据吕卫2015年在《新材料产业》上发表的《汽车用钢需求趋势分析》一文，汽车制造中钢铁材料占汽车重量比重为70%以上，其中板带材约占50%以上，包括冷轧板、镀锌板、热轧薄板、热轧中板及热轧酸洗板等，优质钢棒材约占30%，型钢约占6%，管材占3%。

图 22：汽车用钢材占比



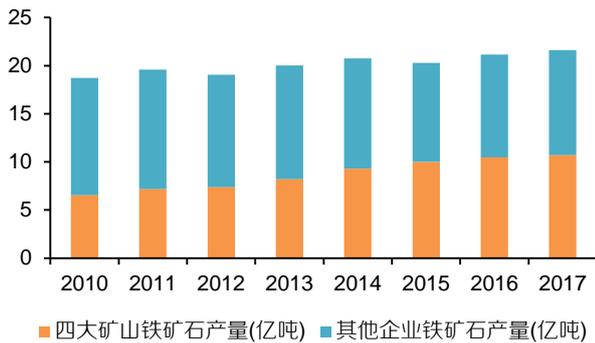
数据来源：《汽车用钢需求趋势分析》、东方证券研究所

华菱钢铁在汽车钢板方面亮点突出。同安赛乐米塔尔的合作带来高端产品生产技术，Usibor 汽车用钢具备优良的热成型性，可使汽车重量减少 30-50%。汽车板公司二期项目投建后产能提升 33%。综上所述，国内和全球汽车市场景气度回升有望拉动汽车钢材需求，对应华菱钢铁在汽车用钢方面的优势或将释放。

2.3 成本：判断 21 年铁矿石价格保持平稳，22 年走低

四大矿山铁矿石产量占比近一半。全球铁矿石行业呈寡头垄断的格局，主要由四大矿山——淡水河谷、力拓、必和必拓、FMG 寡头垄断。根据公司公告和国际钢铁协会统计数据，2017 年四大矿山铁矿石产量占全球总产量 49.5%。2020 年四大矿山实现铁矿石产量 11.0 亿吨，同比增长 1.4%，销量 10.6 亿吨，同比增长 1.2%。

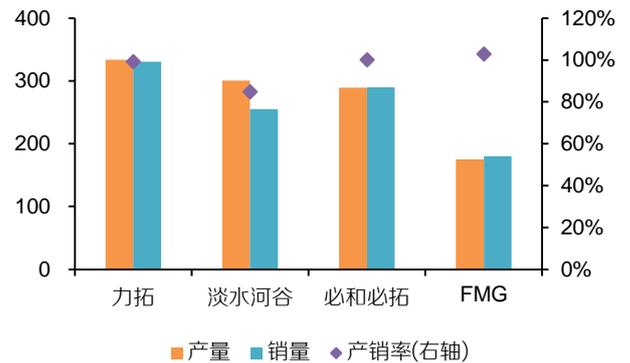
图 23：2010-2017 年全球铁矿石供给格局



数据来源：公司公告、国际钢铁协会、东方证券研究所

注：国际钢铁协会公布的世界铁矿石产量暂仅更新至 2017 年

图 24：2020 年四大矿山产销量（单位：百万吨）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

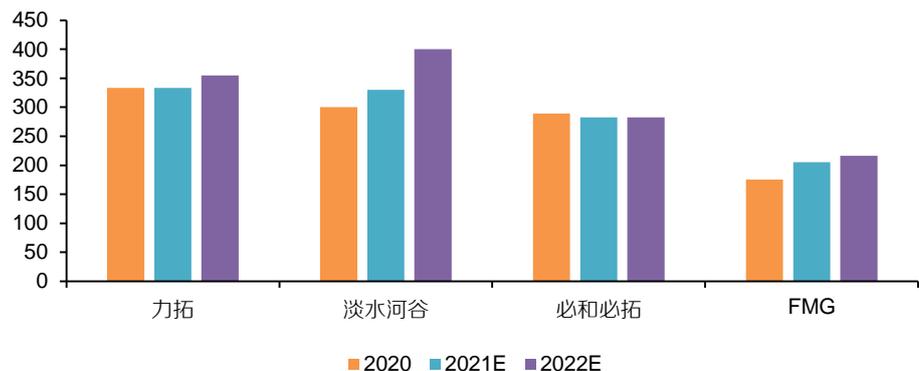
注：力拓销量以出货量代替

我们预测 2021 年全球铁矿石产量增速或约 2%，2022 年增速或约 4%。2020 年受疫情影响，四大矿山铁矿石增速有所放缓。根据各公司公告，未来两年各矿山均有新增产能计划，一方面淡水河谷因矿难停产矿山复产，另一方面来自于新建矿山的投产以及对衰老产能替换，2021 年下半年铁矿石供给增量将逐步体现，2022 年增长将更为明显。根据各大矿山最新公告，我们统计预测 2021 年四大矿山产量将达 11.0 亿吨，同比增长 4.8%，或将带动全球铁矿石产量同比增长约 2%，增长主要来自于淡水河谷，其产量或将达 3.3 亿吨，同比增长 29.5%。我们预测 2022 年四大矿山产量或将达 12.5 亿吨，同比增长 8.9%，或将带动全球铁矿石产量同比增长约 4%，其中淡水河谷铁矿石产量或将达 4 亿吨，同比增长 21.2%。

表 2：力拓、FMG、淡水河谷新增产能计划

公司	项目	投产时间	产能（百万吨）
力拓	Western Turner Syncline phase 2 mine	2021	-
	Robe River Joint Venture mines	2021	-
	Gudai-Darri (formerly Koodaideri)	2022	43
FMG	Eliwana Mine	2020.12	30
	Iron Bridge Magnetite project	2022.06	22
淡水河谷	Timbopeba 扩产	2021Q1	7
	Vargem Grande	2021Q1	7
	Fabrica	2021Q2	4
	Vargem Grande	2021Q2	6
	Vargem Grande	2021Q3	4
	Brucutu	2021Q4	17
	Tailings Filtering 和 Dry Stacking	2022	14
	240Mt 项目启动	2022H2	10

数据来源：公司公告、东方证券研究所

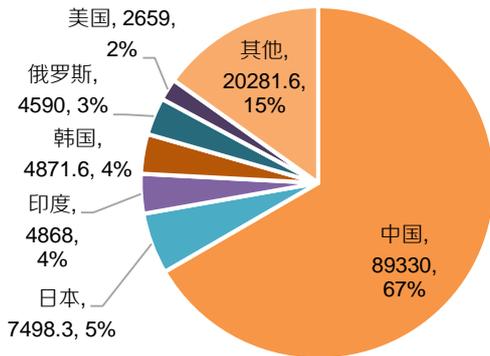
图 25：2020-2022 年四大矿山产量（单位：百万吨）


数据来源：公司公告、东方证券研究所

我们预测 2021 年全球粗钢产量同比增速或约 2%，与铁矿石产量增速持平，判断 2021 年铁矿石价格或与 2020 年基本持平。根据国际钢铁协会统计数据，转炉产量主要集中在亚洲，2019 年中国是转炉粗钢的第一大生产国，占比高达 67%，其次是日本、印度、韩国和俄罗斯。而根据国际钢

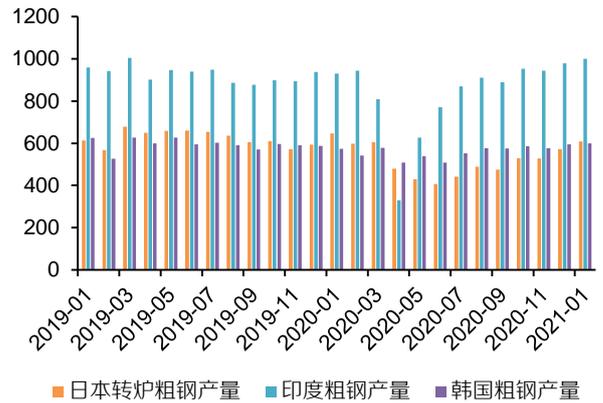
铁协会统计，2021年1月印度和韩国粗钢产量同比增长7.6%和4.9%。“碳达峰”背景下，假设2021年中国粗钢产量零增长，其他地区按1-2月粗钢产量占全年比例推导出全年产量，预计2021年全球粗钢产量或将达18.6亿吨，同比增长约2%。

图 26：2019 年转炉法粗钢产量分布（单位：万吨）



数据来源：国际钢铁协会、东方证券研究所

图 27：日本、印度、韩国粗钢产量（单位：万吨）



数据来源：国际钢铁协会、日本钢铁工业协会、东方证券研究所

我们判断 2022 年铁矿石价格或将走低。根据前文对 2022 年铁矿石产量增速或约 4% 的判断，若 2022 年全球粗钢产量增速与铁矿石产量增速相匹配，对应 2022 年全球粗钢产量或高达 19.4 亿吨，反算出其他地区粗钢产量需达到 8.9 亿吨，同比增长 10.2%。考虑到这一增速目标超出近十年历史最高水平、因此较难实现，我们判断 2022 年铁矿石价格将走低。

图 28：2015-2021 年全球粗钢产量



数据来源：国际钢铁协会、东方证券研究所

图 29：2015-2021 年其他地区粗钢产量



数据来源：国际钢铁协会、日本钢铁工业协会、东方证券研究所

综上所述，我们判断 2021 年全球铁矿石价格或将保持平稳；2022 年铁矿石价格或走低。

3. 公司优势：品牌、低碳、产品、高效四大亮点突出

3.1 品牌溢价：湖南省钢材需求坚挺，公司在当地享品牌溢价

受益于区位优势，湖南省是一个钢材净流入的市场，每年的钢材需求大约在 3500 万吨，湖南市场的钢材需求一直维持在比较坚挺的状态。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。主要销售区域为湖南、贵州、广东、华东和西南等市场，随着中部崛起、长江经济带、“一带一路”等国家战略的推进，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，钢材需求旺盛并持续增长，未来有望继续保持钢材净流入的态势。

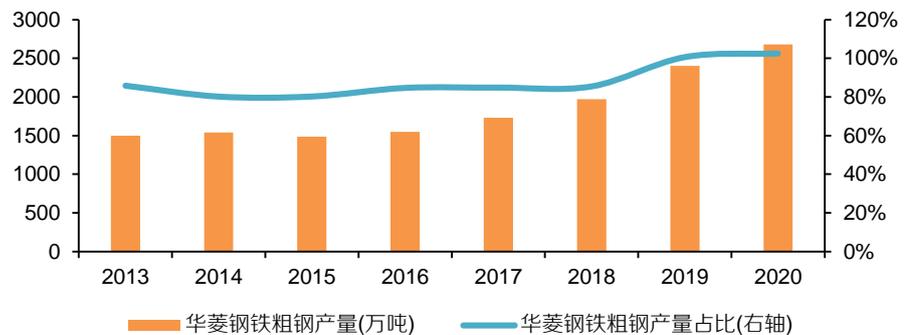
图 30：华菱钢铁湘潭、娄底和衡阳三大生产基地区位分布



数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司占据湖南市场 80%以上粗钢份额。公司产能分布于湖南省衡阳、涟源、湘潭和广东省，是湖南省最大钢厂。除公司外，湖南仅冷钢一家钢铁企业。2017-2020 年粗钢产量占比基本维持在 80% 以上；2020 年公司粗钢产量达到 2678 万吨，占湖南省粗钢产量的比重高达 102.49%。

图 31：华菱钢铁为湖南省最大钢厂、粗钢产量占比基本维持在 80% 以上



数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司在湖南地区享有品种优势和品牌溢价。整体市场份额较高，但不同品种有所差异，其中线棒材 90%以上在省内市场消化，宽厚板中 35%左右在省内市场消化，剩余主要销往华东、华南市场，冷轧、冷轧薄板 45%左右销往省内市场，无缝钢管出口占比 40%左右，其余部分在国内消化。

表 3：华菱钢铁细分产品价格与行业平均价格对比（单位：元/吨）

指标名称	长沙长材 均价	华菱钢铁 长材售价	长沙板材 均价	华菱钢铁 板材售价	长沙钢管 均价	华菱钢铁 钢管售价
2017	3676	3445	3537	3803	4220	5144
2018	3869	3565	3841	4268	4597	6300
2019	3648	3615	3556	4035	4183	6616
20H1	3359	3361	3334	4034	3925	5816

数据来源：钢之家、wind、公司公告、东方证券研究所

注：长沙长材均价使用长沙 HRB400 20mm 螺纹钢价格，长沙板材均价使用长沙 Q235:2.75mm 热轧板卷价格，长沙钢管均价使用长沙 108*4.5 无缝管价格

3.2 低碳标兵：吨钢 CO₂ 排放和吨能耗处于行业优秀水平

碳达峰、碳中和背景利好吨钢碳排放强度、吨能耗较低的上市公司。日前，工信部部长肖亚庆在 2021 年全国工业和信息化工作会议上指出，钢铁行业为能源消耗高密集型行业，要坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。我们认为，碳达峰、碳中和或将对中国乃至全球钢铁行业产生极其深远的影响，或将比肩上一轮供给侧结构性改革。钢铁行业是全球碳排放的主要工业部门之一。中国作为全球最大钢铁生产国，钢铁行业尽快实现“碳达峰”、“碳中和”或不可避免。若“碳达峰”措施短期内落实，将有利于吨钢碳排放强度、吨能耗较低的上市公司。

华菱钢铁响应国家政策，在绿色、低碳、环保方面脱颖而出。华菱钢铁近年来在降低铁钢比、建设绿色钢厂等领域做了一系列工作，公司不断加大对国家鼓励发展的余热余压余气二次能源，目前自发电比例达到 70%左右，属于行业内先进水平，每年降低成本 15 亿元左右。未来公司将持续关注各种减碳方式及新冶金技术的应用，为减少碳排放、实现碳中和贡献力量。

表 4：降低各项能源消耗，提升自发电比例，减少外购电量

公司名称	指标	2019 年	2018 年	同比增减幅度
华菱湘钢	电消耗, 万 kWh	459,820.9	448,796.6	2.46%
	其中: 外购电, 万 kWh	158,527.8	123,525.3	28.34%
	自发电, 万 kWh	301,293.1	325,271.3	-7.37%
	吨钢耗电, kWh/t	478.9	477.2	0.36%
	吨钢综合能耗, kgce/t	510.9	525.9	-2.85%
华菱涟钢	电消耗, 万 kWh	427,840	419,747	1.93%
	其中: 外购电, 万 kWh	108,595	126,204	-13.95%
	自发电, 万 kWh	319,245	293,543	8.76%
	吨钢耗电, kWh/t	449	480	-6.46%
	吨钢综合能耗, kgce/t	490	506	-3.16%
华菱钢管	电消耗, 万 kWh	103,060.12	97,161.34	6.07%
	其中: 外购电, 万 kWh	98,658.82	92,917.76	6.18%
	自发电, 万 kWh	4401.30	4,243.58	3.72%
	吨钢耗电, kWh/t	602	600	0.33%
	吨钢综合能耗, kgce/t	522	528	-1.14%
阳春新钢	电消耗, 万 kWh	107,017.51	102756.71	4.14%
	其中: 外购电, 万 kWh	51,378.00	54,086.56	-5.01%
	自发电, 万 kWh	86,234.73	75,462.04	14.27%
	吨钢耗电, kWh/t	307.9	320.1	-3.81%
	吨钢综合能耗, kgce/t	431.97	467.99	-7.7%

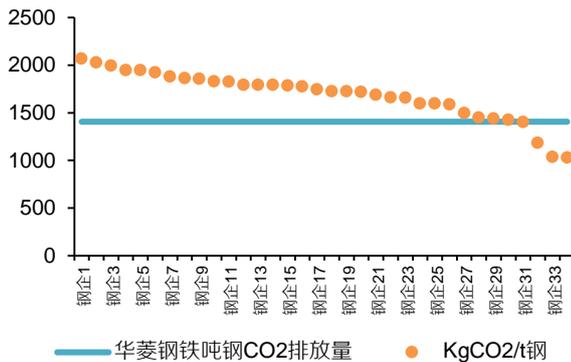
数据来源: 华菱钢铁官网、东方证券研究所

公司吨钢 CO₂ 排放和吨能耗处于行业优秀水平。根据各钢企排放披露和社会责任报告, 在统计的 33 家钢企中, 2019 年华菱钢铁吨钢 CO₂ 排放量仅为 1405Kg, 处于行业优秀水平; 在 17 家重点钢企中, 2019 年华菱钢铁吨能耗仅 522Kgce, 低于行业平均水平。

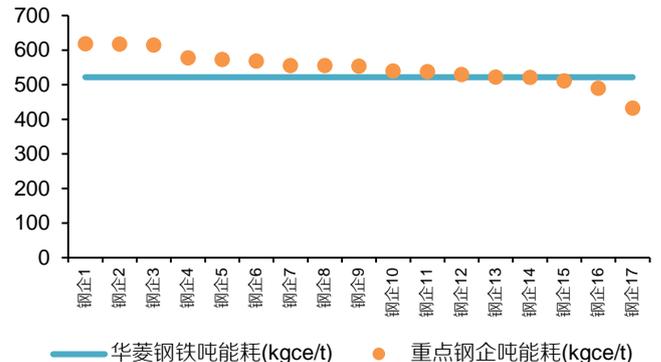
表 5：2018-2019E 华菱钢铁碳排放总量

公司名称	碳排放总量（吨）	
	2019 年（预计）	2018 年
华菱湘钢	14,081,000	13,858,000
华菱涟钢	13,076,953	12,537,907
华菱钢管	2,554,988	1,994,661
阳春新钢	4,447,059	4,318,000
碳排放总量	34,160,000	32,708,568
吨钢碳排放	1.405	1.421

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 32：2019 年华菱钢铁单位产钢能耗在行业内处于优秀水平


数据来源：各钢企碳排放披露、社会责任报告、东方证券研究所

图 33：2019 年华菱钢铁单位产钢温室气体排放量在行业内处于优秀水平


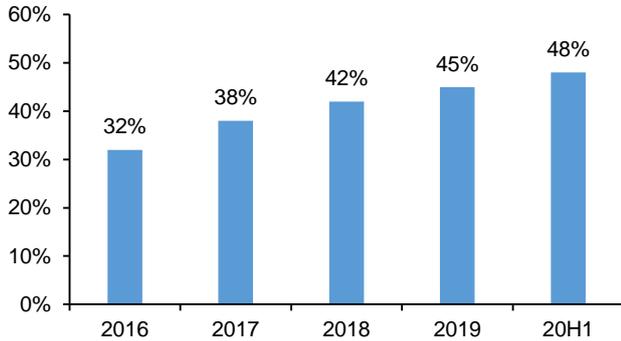
数据来源：各钢企碳排放披露、社会责任报告、东方证券研究所

3.3 产品力强：品种钢比例不断提升，工程机械用钢、汽车用钢优势突出

3.3.1 品种钢：品种钢比例不断提升，品种结构向优钢、特钢转变

近年来公司品种钢比例不断提升，品种结构向优钢、特钢转变。华菱钢铁以客户为中心、为满足客户终端个性化需求，重点突破高技术含量、高盈利能力、高附加值品种钢的产销量，公司 2016-20H1 品种钢销量逐年提高，20H1 品种钢实现销量 504 万吨，占钢材销量比重达 48%。20H1 高建桥梁用钢销量同比增长 24.5%，工程机械用钢销量同比增长 18.0%，船舶及海工用钢销量同比增长 9.4%，热成型超高强度 USIBOR 系列汽车用钢销量同比增长 28.3%。

图 34：品种钢销量占比（%）



数据来源：公司公众号、东方证券研究所

图 35：20H1 品种钢销量同比增幅



数据来源：公司公众号、东方证券研究所

3.3.2 工程机械用钢：多个细分高端市场的隐形冠军

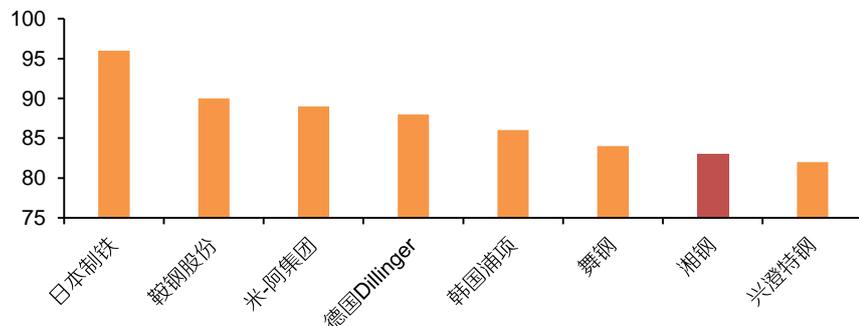
华菱湘钢中厚板在品种能力综合排行榜上稳居第一梯队。2020 年 12 月，中国钢铁工业协会冶金技术发展中心与新材指数联合发布年度报告《钢铁产品质量分级白皮书（2020）》，其中华菱湘钢中厚板依靠一系列先进的冶金装备和超前的品种开发意识，在品种能力综合排行榜上稳居第一梯队：

（1）品种数量指标：湘钢在产品开发和市场推广方面实施短平快的拓展策略，具备快速提升企业产品结构和品种的能力，2019 年中厚板销量位居全国首位。

（2）性能等级指标：湘钢船板/海工板已获最高等级 F690 级别钢板认证（690MPa 级屈服强度，-60℃冲击温度考核）；工程机械用钢可供应 1100MPa 级别；低温钢可供应 09MnNiDR，低温韧性考核-70℃。

（3）极限规格指标：湘钢可生产的最大质保厚度和产品单重均大幅领先于仅有连铸坯生产条件的生产线，处于极限规格排行榜的第一梯队。

图 36：钢铁企业中厚板品种能力综合排名，华菱钢铁中厚板综合品种能力排行榜上稳居第一梯队



数据来源：atsteel、东方证券研究所

华菱涟钢高强极限薄规格品牌品种钢优势逐步形成。冷热轧汽车用钢、工程机械用钢、中高碳钢、耐磨钢等拳头产品迅速放量。根据公司官网，华菱涟钢超薄规格耐磨钢产品创新及产业化应用项目：规格最薄、级别最高、耐磨性最好、成型性最高，实现从 NM300 到最高级别 NM600 的稳定生产和应用，替代进口，引领商用车低碳化、轻量化发展新趋势，在超薄规格耐磨钢市场占有率超 70%，打破国外长期垄断。在中国钢铁工业协会发布的 2020 年冶金产品实物质量品牌培育“金杯特优产品”名单中，华菱钢铁高碳钢 75Cr (75Cr1) 获评“金杯特优产品”；DC01EK、DX54D+Z、LG500、LG700L、NM300TP 等 5 项产品获评“金杯优质产品”。

“华菱制造”成为多个细分高端市场的“隐形冠军”。综上，凭借规模、品种、技术和质量优势，“华菱制造”成为多个细分高端市场的“隐形冠军”。根据公司 2019 年年报，公司持续推进以“深耕行业、区域主导、领先半步”为目标、以集成产品开发 (IPD) 为支撑的产品结构调整工作，以抓住市场需求轮动为切入点，以单品市场占有率、快速占领市场、市场容量、盈利能力为核心关注点，以项目制为抓手，产品品种已实现从低端普通材向中高端优钢转变，高档次中厚板、冷热轧薄板、油气用管和高端汽车板，成为中石油、中船、卡特彼勒等数十家世界 500 强企业的稳定供应商；以造船、海工、桥梁、高建、压力容器、汽车、家电、工程机械和油气用钢等为代表的“华菱制造”，成为多个细分高端市场的“隐形冠军”。

表 6：华菱钢铁品种结构优势明显，已打造了多个细分市场“隐形冠军”

细分领域	领先优势
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
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
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建筑

资料来源：公司公告、东方证券研究所

3.3.3 汽车板：高成长性，与安赛乐米塔尔全球新技术同步共享

同安赛乐米塔尔的合作带来高端产品生产技术。汽车板公司由华菱钢铁与安赛乐米塔尔合力创建，根据 VAMA 官网，华菱钢铁持股比例为 50%，安赛乐米塔尔持股比例为 50%；得益于世界领先的汽车钢铁公司安赛乐米塔尔的技术和资源，汽车板公司的汽车钢材技术和服 务引领中国汽车工业。通过大部分合资品牌汽车主机厂的产线认证。根据公司 2019 年年报，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 7：安赛乐米塔尔与华菱涟钢和汽车板公司达成技术转让协议使公司能够生产出高端产品

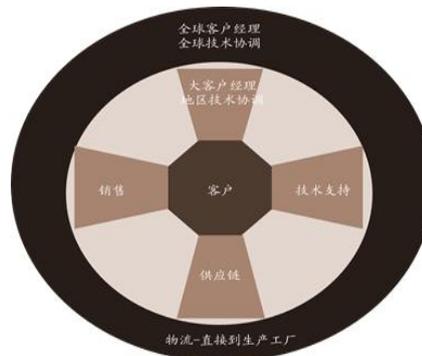
公司	技术转入协议
华菱涟钢	技术转让协议着重于高端热轧卷的研发和生产，该产品可以通过汽车板公司的销售网络直接销售或用作汽车板公司的基板
汽车板公司	技术转让包括协助工厂的整体设计、技术要求的设定以及采购。在汽车板公司所有产品的开发方面，安赛乐米塔尔将提供有力支持，以确保汽车板公司的产品具有安赛乐米塔尔产品相同的质量水平

资料来源：公司官网、东方证券研究所

Usibor 汽车用钢具备优良的热成型性，可使汽车重量减少 30-50%。 Usibor 汽车用钢是一种适用于汽车结构件和安全件制作的热成型钢种，其优良的热成型性使得钢材具备多样功能集成成为可能，与传统的冷成型用钢相比，可使汽车重量减少 30%至 50%，可用于门环、纵梁、立柱、前后门内板、前围挡板和车身结构侧围，在新能源汽车中具有广泛应用前景。而宝钢采用冷轧工艺生产汽车板，其主要应用于门内板、行李箱盖板、油底壳、车门外板、发动机盖板、顶盖等外覆盖件、汽车车轮、保险杠、悬挂系统和加强件等。

以客户为中心、多层次的立体的销售结构体系保证为客户提供最优质的服务。 客户始终是汽车板公司团队关注的中心，专业的大客户经理带领立体的客户服务团队，从客户角度出发，为客户提供全方位的产品服务以达到最大的客户满意度。

图 37：全球客户经理、全球技术协调保证为客户提供最优质的服务



数据来源：公司官网、东方证券研究所

汽车板公司二期项目投建后产能提升 33%。 根据公司 2021 年 1 月 30 日发布的《关于子公司汽车板公司二期建设项目的投资公告》，汽车板公司拟实施二期建设项目。项目投产后，汽车板公司酸轧线产能将由每年 150 万吨提升到 200 万吨，镀锌线和连退线产能将由 115 万吨提升到 160 万吨。2020 年，汽车板公司业绩实现爆发式增长，经营业绩创投产运营以来历史同期最好水平。其中，月产量首次突破 10 万吨；2020 年前三季度实现营业收入 47.05 亿元，同比增长 29.61%；实现净利润 2.34 亿元，同比增长 59.70%。

3.4 高效生产：粗钢产量稳步增长，强激励加码提升运营效率

受益于内部挖潜和生产效率的提升，2015-2020 年公司粗钢产量稳步增长。2021 年粗钢目标产量同比增长，结合前文对于行业冶炼能力或将大幅压缩的判断，公司产量的增长尤为重要。根据公司公告，华菱钢铁粗钢产量自 2015 年的 1487 万吨提升至 2020 年的 2678 万吨，复合增长率为 12.5%。近年来公司粗钢产量稳步增长，一是精益生产体系不断完善，过去高炉炉况不稳顺的问题得到解决，铁水产量充分释放；二是适当提高了废钢添加比例，粗钢产量增加；三是公司持续推进智能化、数字化生产，优化工序作业，减少冶炼时间，工序生产效率明显改善。

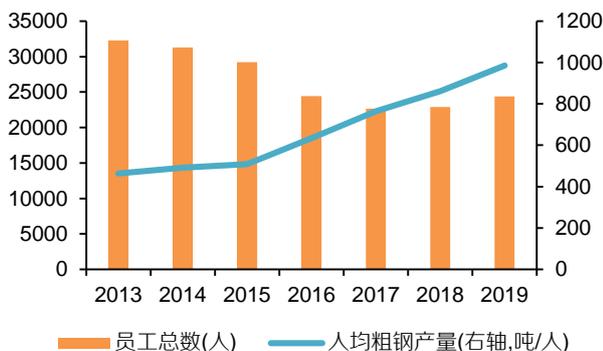
图 38：2015-2020 年华菱钢铁粗钢产量及同比增速（单位：万吨）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

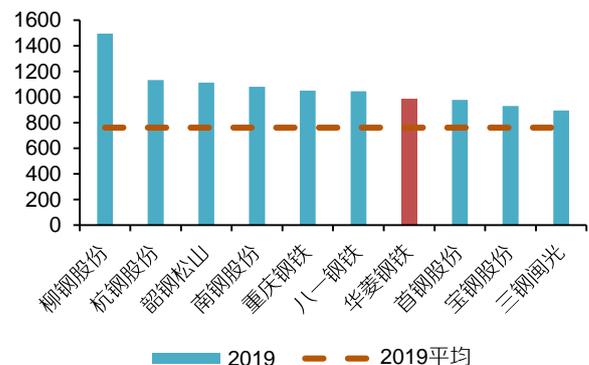
公司人均生产效率高于行业平均水平。从下图可以看出，华菱钢铁近年来生产效率持续提升，员工总数处于震荡下滑的走势，人均粗钢产量持续上升，2019 年人均粗钢产量较 2017 年增长 28.9%，处于行业靠前水平。横向对比来看，在公布粗钢产量的 27 家申万钢铁板块公司中，2019 年华菱钢铁人均粗钢产量为 984.98 吨/人，位列第七，高于行业平均 760.03 吨/人。

图 39：2013-2019 年华菱钢铁员工总数保持下滑走势、人均粗钢产量持续上升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 40：2019 年华菱钢铁人均粗钢产量处于申万钢铁板块前列



数据来源：各公司公告、东方证券研究所

注：平均值由 27 家公司数据计算

高效率得益于公司致力于优化劳动力。以提高生产效率为目标，持续开展优化劳动生产率、降低人工成本工作，减少在岗人员数。据统计，2020年华菱湘钢、华菱涟钢劳动生产率分别为1378吨/人、1382吨/人，已达到行业先进水平。2021年华菱湘钢、华菱涟钢劳动生产率目标为1500吨/人。

“硬约束、强激励”加码提升公司运营效率。华菱钢铁贯彻“硬约束强激励”的理念，将经营业绩与子公司高管薪酬待遇、职务任免和调整紧密挂钩。公司董事会每年制定下一年的绩效目标，并按照绩效完成情况对高管进行薪酬核定、发放。对于完成指标的子公司，给予高管薪酬奖励；对于无法完成生产计划的子公司，公司将给予高层免职处理。市场化选人、用人机制为公司带来可持续性的高效生产。

盈利预测与投资建议

盈利预测：20-22 年 EPS 分别为 1.00、1.21、1.33 元

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司 20-22 年收入增长主要来自于钢材的量价齐升：
 伴随公司产量提升叠加疫后经济复苏、需求景气上行，预测 20-22 年钢材销量为 2513、2869、2889 万吨；
 根据前文预判，21 年铁矿石价格或保持平稳，22 年或走低，预测 20-22 年钢材吨成本先升后降，分别为 3530、3634、3521 元/吨；
 考虑到供给端在“碳达峰、碳中和”政策目标下钢铁行业冶炼能力或大幅压缩，同时疫后经济复苏、需求景气上行，预测 20-22 年吨粗钢毛利处于扩张周期，趋势上行。
- 2) 公司 20-22 年毛利率分别为 16.9%、16.9%和 17.4%，毛利率提升的主要原因是上文中我们判断 21-22 年吨毛利处于扩张周期。
- 3) 公司 20-22 年销售费用率为 1.33%，管理费用率为 2.22%，研发费用率为 5.33%。
- 4) 公司 20-22 年的所得税率维持 15%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
长材					
销售收入（百万元）	32,159.3	36,496.8	41,754.8	46,247.4	46,174.8
增长率	7.4%	13.5%	14.4%	10.8%	-0.2%
毛利率	19.8%	12.5%	14.6%	14.9%	15.9%
板材					
销售收入（百万元）	47,516.7	46,666.0	56,498.2	67,995.9	65,894.2
增长率	33.5%	-1.8%	21.1%	20.4%	-3.1%
毛利率	18.7%	15.0%	20.8%	20.5%	21.1%
钢管					
销售收入（百万元）	9,340.1	10,052.8	10,147.8	13,142.4	13,291.3
增长率	39.0%	7.6%	0.9%	29.5%	1.1%
毛利率	16.6%	17.8%	18.2%	17.7%	18.2%
其他钢材产品					
销售收入（百万元）	7,433.2	8,645.1	8,789.3	10,328.6	10,164.3
增长率	10.9%	16.3%	1.7%	17.5%	-1.6%
毛利率	16.6%	11.4%	12.2%	12.2%	13.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	4,755.1	5,255.0	6,167.9	7,248.1	8,650.5
增长率	-12.1%	10.5%	17.4%	17.5%	19.3%
毛利率	2.2%	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%
合计					
销售收入	101,204.3	107,115.6	123,358.0	144,962.3	144,175.2
增长率	20.0%	5.8%	15.2%	17.5%	-0.5%

综合毛利率 17.9% 13.5% 16.9% 16.9% 17.4%

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测

投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 9.68 元

首次覆盖给予买入评级，目标价 9.68 元。碳达峰政策要求下钢铁行业有望迎来盈利和估值修复，板材龙头华菱钢铁在细分优势品种上具备成长性，我们预测公司 20-22 年 EPS 为 1.00、1.21、1.33 元。选取主流钢企宝钢股份、柳钢股份、安阳钢铁、南钢股份、方大特钢作为可比公司进行估值，根据可比公司 2021 年 8X 估值，给予公司 2021 年 8X 的 PE 估值。综上，首次覆盖给予公司买入评级，目标价 9.68 元。

表 8：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
		2021/3/29	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
宝钢股份	600019	8.21	0.56	0.58	0.83	0.92	14.72	14.14	9.87	8.93	
柳钢股份	601003	6.65	0.92	0.87	0.93	0.98	7.26	7.64	7.15	6.79	
安阳钢铁	600569	2.55	0.09	0.09	0.17	0.25	28.56	29.65	15.00	10.20	
南钢股份	600282	3.76	0.42	0.48	0.59	0.69	8.87	7.83	6.37	5.45	
方大特钢	600507	8.98	0.79	0.99	1.15	1.21	11.31	9.05	7.84	7.44	
	调整后平均数							10.00	8.00	8.00	

资料来源：公司公告、东方证券研究所

风险提示

政策力度不及预期：若“碳达峰、碳中和”在钢铁行业施行决心和力度不及预期，则行业盈利修复和估值修复程度或有限。

公司产品盈利能力周期性波动风险。周期性行业公司产品盈利能力随周期波动，板材吨毛利敏感性分析如下：

表 9：2021 年公司业绩对板材吨毛利的敏感性分析

2021 年板材吨毛利 (单位：元)	798	848	898	948	998
2021E 归母净利润 (单位：百万元)	5936	6528	7423	7713	8306

资料来源：东方证券研究所

宏观经济增速放缓：若国内宏观经济增速发生较大波动，则钢铁需求或将受到较大影响，相关企业盈利存在波动风险。

成本端大幅上行风险：若成本端铁矿石等原材料价格发生较大波动，则行业和企业盈利存在波动风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,851	6,685	9,274	13,494	21,574	营业收入	101,204	107,116	123,358	144,962	144,175
应收票据、账款及款项融资	10,495	11,191	12,894	15,062	15,037	营业成本	83,062	92,636	102,476	120,419	119,028
预付账款	1,860	1,450	1,858	2,270	2,127	营业税金及附加	891	757	961	1,129	1,123
存货	8,425	8,497	10,619	11,912	11,675	营业费用	1,534	1,551	1,639	1,926	1,915
其他	2,883	4,925	5,091	4,938	4,941	管理费用及研发费用	3,519	3,657	9,310	10,940	10,881
流动资产合计	32,515	32,747	39,735	47,676	55,355	财务费用	1,679	942	1,304	1,183	1,031
长期股权投资	261	289	269	269	269	资产、信用减值损失	214	190	81	143	58
固定资产	44,280	42,163	41,402	40,789	40,115	公允价值变动收益	(4)	1	1	1	1
在建工程	1,184	2,801	2,619	2,457	2,647	投资净收益	87	54	54	54	54
无形资产	4,377	4,568	4,456	4,345	4,234	其他	314	451	315	315	315
其他	502	360	69	69	69	营业利润	10,703	7,889	7,958	9,594	10,510
非流动资产合计	50,604	50,181	48,815	47,928	47,333	营业外收入	13	21	21	21	21
资产总计	83,119	82,928	88,550	95,604	102,688	营业外支出	122	131	131	131	131
短期借款	12,993	15,755	15,852	13,000	13,000	利润总额	10,594	7,780	7,849	9,485	10,400
应付票据及应付账款	11,545	12,317	14,051	16,511	16,320	所得税	812	1,128	1,177	1,423	1,560
其他	16,686	19,283	18,063	18,979	18,946	净利润	9,782	6,652	6,671	8,062	8,840
流动负债合计	41,223	47,355	47,965	48,490	48,265	少数股东损益	2,404	2,260	528	639	700
长期借款	6,327	2,023	2,023	2,023	2,023	归属于母公司净利润	7,378	4,391	6,143	7,423	8,140
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.20	0.72	1.00	1.21	1.33
其他	4,578	1,023	925	925	925						
非流动负债合计	10,905	3,045	2,947	2,947	2,947	主要财务比率					
负债合计	52,128	50,400	50,913	51,437	51,213		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	11,199	4,308	4,836	5,475	6,175	成长能力					
实收资本(或股本)	3,016	6,129	6,129	6,129	6,129	营业收入	32.2%	5.8%	15.2%	17.5%	-0.5%
资本公积	8,714	10,626	10,626	10,626	10,626	营业利润	99.9%	-26.3%	0.9%	20.6%	9.5%
留存收益	8,037	11,435	16,046	21,937	28,545	归属于母公司净利润	79.0%	-40.5%	39.9%	20.8%	9.7%
其他	25	30	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	30,991	32,528	37,637	44,167	51,475	毛利率	17.9%	13.5%	16.9%	16.9%	17.4%
负债和股东权益总计	83,119	82,928	88,550	95,604	102,688	净利率	7.3%	4.1%	5.0%	5.1%	5.6%
						ROE	48.4%	18.3%	20.1%	20.8%	19.4%
						ROIC	24.1%	14.2%	13.8%	14.9%	14.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	62.7%	60.8%	57.5%	53.8%	49.9%
净利润	9,782	6,652	6,671	8,062	8,840	净负债率	38.6%	47.2%	34.2%	13.1%	0.0%
折旧摊销	3,529	5,540	2,819	2,955	3,102	流动比率	0.79	0.69	0.83	0.98	1.15
财务费用	1,679	942	1,304	1,183	1,031	速动比率	0.58	0.51	0.61	0.74	0.90
投资损失	(87)	(54)	(54)	(54)	(54)	营运能力					
营运资金变动	173	715	(3,921)	(367)	154	应收账款周转率	34.2	31.5	31.8	32.3	29.9
其它	1,271	(3,025)	247	141	57	存货周转率	10.3	10.9	10.7	10.7	10.1
经营活动现金流	16,347	10,771	7,066	11,920	13,131	总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.6	1.5
资本支出	(3,123)	(10,666)	(1,813)	(2,189)	(2,542)	每股指标(元)					
长期投资	(5)	(6)	20	0	0	每股收益	1.20	0.72	1.00	1.21	1.33
其他	4,428	3,519	60	56	56	每股经营现金流	5.42	1.76	1.15	1.94	2.14
投资活动现金流	1,300	(7,153)	(1,733)	(2,133)	(2,486)	每股净资产	3.23	4.60	5.35	6.31	7.39
债权融资	(1,217)	(5,337)	(4)	0	0	估值比率					
股权融资	1,371	5,025	0	0	0	市盈率	5.3	8.8	6.3	5.2	4.8
其他	(13,254)	(5,057)	(2,740)	(5,567)	(2,564)	市净率	2.0	1.4	1.2	1.0	0.9
筹资活动现金流	(13,100)	(5,368)	(2,743)	(5,567)	(2,564)	EV/EBITDA	3.2	3.6	4.2	3.7	3.5
汇率变动影响	8	42	-0	-0	-0	EV/EBIT	4.1	5.8	5.5	4.8	4.4
现金净增加额	4,555	(1,709)	2,589	4,220	8,081						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn