

公司研究

增产降费，净利润接近历史最高

——华菱钢铁（000932.SZ）2020 年年报点评

要点

事件：

2020 年，公司实现营收 1162.76 亿元，同比增加 8.55%，实现归母净利 63.95 亿元，同比增长 45.63%，扣非后归母净利 63.75 亿元，同比增长 53.18%。单四季度，公司实现营收 334.14 亿元，同比增加 27.65%，归母净利 15.58 亿元，同比增长 70.59%，扣非后归母净利 15.54 亿元，同比 128.78%。

点评：

公司业绩大幅增长的主要原因：1) 产销大幅增长，公司完成钢材产量 2,516 万吨、销量 2,513 万吨，分别同比增长 9.95%、8.40%，创历史新高。2) 结构优化，毛利率提升，公司板材毛利率 18.29%，较 2019 年提升 3.29 个百分点，公司长材毛利率 13.19%，较 2019 年提升 0.68 个百分点。

完善“三大体系”建设，做精做强钢铁主业

一是持续构建以高炉为中心的精益生产体系，确保高炉稳顺运行，提高产线效率效能，二是基于高端定位及个性化需求持续构建高水平销研产一体化体系，加快品种结构升级，三是完善电子商务、定制化研发、供应链金融等平台建设，整合物流仓储与加工配送等线下资源，推进营销渠道升级。

公司发行可转债，产品结构有望进一步优化

公司成功发行可转债。募集资金主要用于华菱湘钢 4.3 米焦炉环保提质改造项目、华菱涟钢 2250 热轧板厂热处理二期工程项目、华菱涟钢高速棒材生产线及配套项目建设工程项目、华菱涟钢工程机械用高强钢产线建设项目等及补充流动资金。项目如果能够顺利实施，一方面将有利于实现公司产品结构调整，促进公司高质量发展，另一方面将有利于优化公司财务状况和负债结构，提高抗风险能力。

盈利预测，估值与评级：

鉴于公司产能释放进度超预期，且 2021 年公司生产目标是产铁 2,150 万吨，钢 2,800 万吨，材 2,655 万吨。我们上调盈利预测，预计 2021~2022 EPS 分别为 1.23 元（上调 15%）、1.32 元（上调 45%）、新增 2023EPS 为 1.40 元。鉴于公司综合竞争力较强，我们维持公司“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期，产销增长不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	107,116	116,276	121,159	125,037	127,662
营业收入增长率	17.48%	8.55%	4.20%	3.20%	2.10%
净利润（百万元）	4,391	6,395	7,526	8,065	8,555
净利润增长率	-35.23%	45.63%	17.69%	7.16%	6.08%
EPS（元）	0.72	1.04	1.23	1.32	1.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.56%	18.99%	18.85%	17.35%	16.01%
P/E	11	7	6.4	6.0	5.6
P/B	1.7	1.4	1.2	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-02

增持（维持）

当前价：7.84 元/股

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：刘慨昂

执业证书编号：S0930518050001

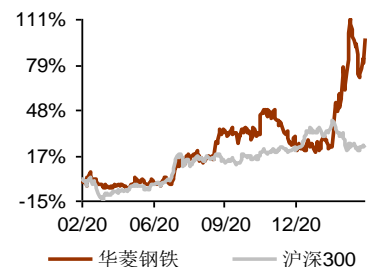
021-52523821

liuka@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	61.29
总市值(亿元):	478.07
一年最低/最高(元):	3.61/8.56
近 3 月换手率:	119.20%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	20.10	66.93	73.30
绝对	21.71	62.20	109.20

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	107,116	116,276	121,159	125,037	127,662
营业成本	92,636	99,664	103,713	106,781	108,896
折旧和摊销	3,479	3,319	3,293	3,353	3,400
税金及附加	757	669	697	875	894
销售费用	1,551	409	426	440	449
管理费用	2,519	2,891	3,012	3,109	3,174
研发费用	1,138	4,333	4,515	4,659	4,757
财务费用	942	598	315	97	-116
投资收益	54	38	38	38	38
营业利润	7,889	8,117	9,336	9,958	10,523
利润总额	7,780	8,032	9,336	9,958	10,523
所得税	1,128	1,067	1,241	1,323	1,399
净利润	6,652	6,964	8,095	8,634	9,124
少数股东损益	2,260	569	569	569	569
归属母公司净利润	4,391	6,395	7,526	8,065	8,555
EPS(按最新股本计)	0.72	1.04	1.23	1.32	1.40

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	10,771	12,018	6,428	12,638	12,529
净利润	4,391	6,395	7,526	8,065	8,555
折旧摊销	3,479	3,319	3,293	3,353	3,400
净营运资金增加	1,673	-1,452	5,533	-351	1
其他	1,227	3,756	-9,924	1,571	572
投资活动产生现金流	-7,153	-4,878	-114	-187	-162
净资本支出	-3,486	-4,237	-197	-200	-200
长期投资变化	289	391	0	0	0
其他资产变化	-3,956	-1,031	83	13	38
融资活动现金流	-5,368	-6,629	-5,998	-7,919	-1,483
股本变化	3,113	0	0	0	0
债务净变化	1,626	-5,167	-4,389	-6,320	0
无息负债变化	-220	6,982	-3,554	1,903	1,055
净现金流	-1,709	589	317	4,532	10,884

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	13.5%	14.3%	14.4%	14.6%	14.7%
EBITDA 率	11.5%	10.3%	10.7%	10.7%	10.8%
EBIT 率	8.3%	7.4%	8.0%	8.0%	8.1%
税前净利润率	7.3%	6.9%	7.7%	8.0%	8.2%
归母净利润率	4.1%	5.5%	6.2%	6.5%	6.7%
ROA	8.0%	7.7%	9.0%	9.4%	9.0%
ROE (摊薄)	15.6%	19.0%	18.9%	17.3%	16.0%
经营性 ROIC	14.2%	14.0%	15.0%	16.6%	18.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	58%	49%	43%	41%
流动比率	0.69	0.86	1.10	1.42	1.72
速动比率	0.51	0.62	0.80	1.08	1.38
归母权益/有息债务	1.28	2.00	3.20	7.54	8.67
有形资产/有息债务	3.55	5.09	6.80	14.23	15.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	82,928	90,741	89,605	92,326	100,910
货币资金	6,685	7,541	7,857	12,389	23,273
交易性金融资产	1,311	1,457	1,457	1,457	1,457
应收帐款	3,590	2,822	2,941	3,035	3,099
应收票据	605	856	892	920	939
其他应收款 (合计)	4	128	133	138	141
存货	8,497	10,605	11,035	11,362	11,587
其他流动资产	9,004	10,850	11,834	12,615	13,144
流动资产合计	32,747	38,820	40,804	46,642	58,414
其他权益工具	20	52	52	52	52
长期股权投资	289	391	391	391	391
固定资产	42,163	42,422	40,311	37,910	35,289
在建工程	2,801	4,058	3,149	2,467	1,955
无形资产	4,568	4,593	4,501	4,406	4,318
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	11	17	17	17
非流动资产合计	50,181	51,921	48,801	45,685	42,496
总负债	50,400	52,215	44,271	39,854	40,909
短期借款	15,755	10,544	6,155	0	0
应付账款	5,434	6,883	7,162	7,374	7,520
应付票据	6,883	8,876	9,236	9,509	9,698
预收账款	3,848	0	0	0	0
其他流动负债	5,203	7,448	8,645	9,595	10,239
流动负债合计	47,355	45,163	37,225	32,813	33,871
长期借款	2,023	2,729	2,729	2,729	2,729
应付债券	0	3,435	3,435	3,435	3,435
其他非流动负债	893	882	876	871	867
非流动负债合计	3,045	7,052	7,046	7,041	7,038
股东权益	32,528	38,526	45,334	52,472	60,001
股本	6,129	6,129	6,129	6,129	6,129
公积金	11,573	11,710	12,463	13,269	13,691
未分配利润	10,488	15,214	20,701	26,463	33,001
归属母公司权益	28,220	33,684	39,924	46,493	53,452
少数股东权益	4,308	4,841	5,411	5,980	6,549

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.45%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
管理费用率	2.35%	2.49%	2.49%	2.49%	2.49%
财务费用率	0.88%	0.51%	0.26%	0.08%	-0.09%
研发费用率	1.06%	3.73%	3.73%	3.73%	3.73%
所得税率	14%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.21	0.24	0.26	0.28
每股经营现金流	1.76	1.96	1.05	2.06	2.04
每股净资产	4.60	5.50	6.51	7.59	8.72
每股销售收入	17.48	18.97	19.77	20.40	20.83

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	11	7	6	6	6
PB	1.7	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.3	6.1	5.3	4.5	3.6
股息率	3.2%	2.7%	3.1%	3.3%	3.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE