

证券研究报告—动态报告

黑色金属

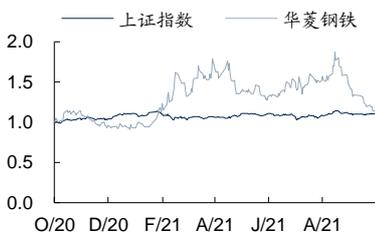
钢铁 II

华菱钢铁(000932)
增持

2021 年三季报点评

(维持评级)

2021 年 10 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 6,909/5,718 |
| 总市值/流通(百万元) | 39,172/32,421 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,610/14,597 |
| 12个月最高/最低(元) | 9.22/4.57 |

相关研究报告:

《华菱钢铁-000932-2021 年中报点评: 提质增效, 稳居行业第一梯队》——2021-08-30
 《华菱钢铁-000932-2020 年年报点评: 产能深入挖潜, 盈利能力处行业领先》——2021-04-01
 《华菱钢铁-000932-2019 年年报点评: 区域龙头优势明显, 运营效率持续提升》——2020-03-20
 《华菱钢铁-000932-2018 年半年报点评: 量价齐升, 单季盈利创新高》——2018-08-27
 《*ST 华菱-000932-2017 年年报点评: 降本增效, 盈利再创新高》——2018-02-13

证券分析师: 刘孟茜

电话: 010-88005312
 E-MAIL: liumengqian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
聚焦结构升级, 打造精品基地
● 产量压降背景下, 单季业绩历史次高

2021 年前三季度, 公司把握住行业机遇, 全面深化“质量、效率、动力”三大变革, 业绩创新高。前三季度, 公司实现营业收入 1355.2 亿元, 同比增长 63.1%, 实现归属于上市公司股东的净利润 77.6 亿元, 同比增长 60.5%。其中, 三季度单季实现营业收入 504.7 亿元, 同比增长 63.1%, 环比增长 8.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润 21.9 亿元, 同比增长 20.7%, 环比下降 37.8%。

● 品种结构持续优化, 打造精品板材基地

为适应市场需求变化, 进一步提升产品竞争力, 公司计划投资建设涟钢以先进钢铁材料为导向的产品结构调整升级项目, 生产产品主要包括电工钢、中高碳钢、冷轧及深加工用钢、热轧商品材等。预期随着公司产品品种结构不断向中高端提升, 产品附加值的提高将有望进一步增强公司盈利能力。

● 行业供给严格受控, 盈利仍处较高水平

当前, 行业供给大幅下行, 四季度秋冬季限产即将展开, 且冬奥会召开在即, 重点区域限产有望延续。在需求走弱背景下, 粗钢产量的大幅下降一方面支撑钢材供需, 钢材库存持续去化; 另一方面抑制原料需求, 打压原料价格, 形成了在供需双弱格局下, 行业盈利相对保持景气的局面。

● 风险提示

需求端出现超预期下滑。粗钢产量平控政策落地力度不及预期。

● 投资建议: 维持“增持”评级

公司高端产品优质, 智能化水平高, 运营效率持续提升, 盈利能力不断改善。考虑到公司产量受到一定影响, 且焦炭价格高位持续, 我们下调了业绩预测。预计公司 2021-2023 年归母净利润 104/109/112(原预测 114/118/120)亿元, 同比增速 62.2/4.9/2.5%; 摊薄 EPS 为 1.50/1.57/1.61 元, 当前股价对应 PE 为 3.8/3.6/3.5x, 维持“增持”评级。

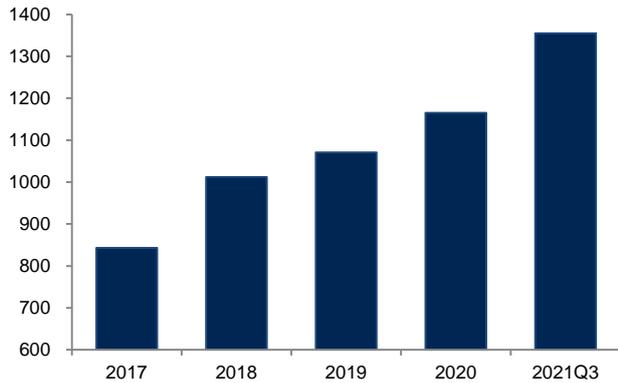
盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 116,528 | 175,225 | 178,129 | 178,336 |
| (+/-%) | 8.58% | 50.37% | 1.66% | 0.12% |
| 净利润(百万元) | 6395 | 10372 | 10880 | 11157 |
| (+/-%) | 45.63% | 62.18% | 4.90% | 2.54% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.04 | 1.50 | 1.57 | 1.61 |
| EBIT Margin | 11.07% | 7.86% | 7.98% | 8.09% |
| 净资产收益率(ROE) | 18.99% | 23.37% | 20.92% | 18.65% |
| 市盈率(PE) | 5.43 | 3.78 | 3.60 | 3.51 |
| EV/EBITDA | 5.36 | 5.62 | 5.31 | 5.16 |
| 市净率(PB) | 1.03 | 0.88 | 0.75 | 0.66 |

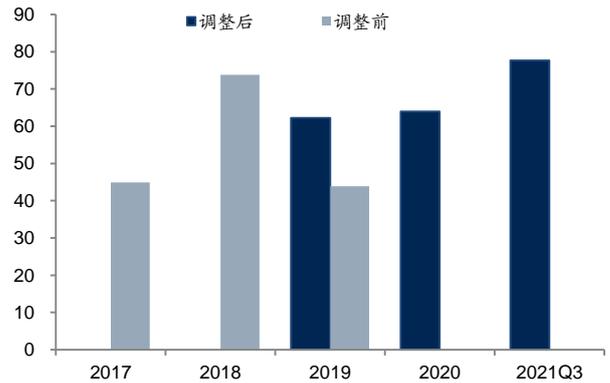
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

产量压降背景下,单季业绩历史次高。2021年前三季度,公司把握住行业机遇,全面深化“质量、效率、动力”三大变革,业绩创新高。前三季度,公司实现营业收入1355.2亿元,同比增长63.1%,实现归属于上市公司股东的净利润77.6亿元,同比增长60.5%。其中,三季度单季实现营业收入504.7亿元,同比增长63.1%,环比增长8.8%;实现归属于上市公司股东的净利润21.9亿元,同比增长20.7%,环比下降37.8%。

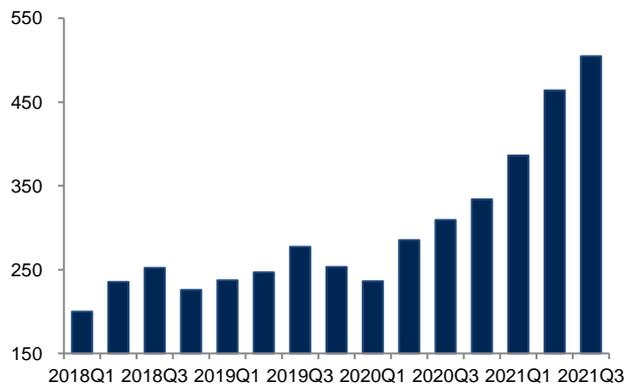
图 1: 公司营业收入 (亿元)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

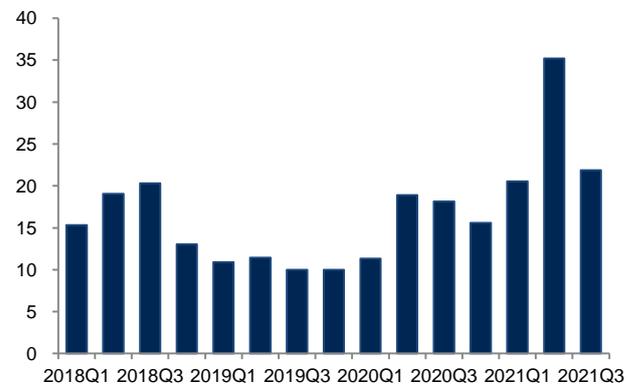
图 2: 公司归母净利润 (亿元)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

备注: 2019年公司重大资产重组收购了下属主要子公司华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管的少数股权,调整前数据未包括

图 3: 公司单季营业收入 (亿元)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季归母净利润 (亿元)


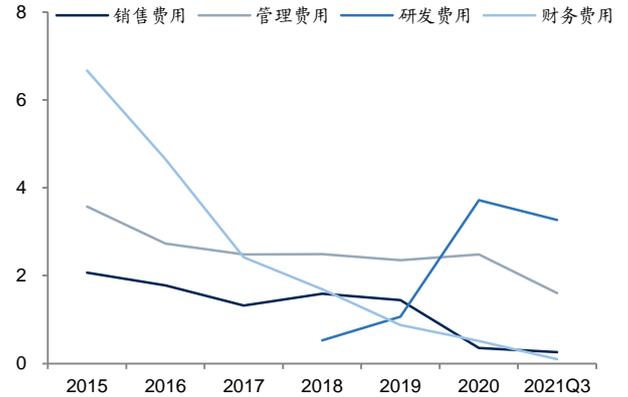
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

品种结构持续优化, 打造精品板材基地。为适应市场需求变化, 进一步提升产品竞争力, 公司计划投资建设涟钢以先进钢铁材料为导向的产品结构调整升级项目, 生产产品主要包括电工钢、中高碳钢、冷轧及深加工用钢、热轧商品材等。预期随着公司产品品种结构不断向中高端提升, 产品附加值的提高将有望进一步增强公司盈利能力。

资债结构持续改善, 期间费用占比持续降低。随着公司经营业绩的提升, 以及“华菱转 2”转股, 公司资产负债率大幅下降至 54.5%。此外, 公司运营效率提升下, 公司前三季度期间费用占营业收入比例大幅下降至 5.2%, 扣除研发费用后占比下降至 2.0%。

图 5: 公司资产负债率 (%)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司期间费用占比 (%)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

行业供给严格受控，盈利仍处较高水平。当前，行业供给大幅下行，四季度秋冬季限产即将展开，且冬奥会召开在即，重点区域限产有望延续。在需求走弱背景下，粗钢产量的大幅下降一方面支撑钢材供需，钢材库存持续去化；另一方面抑制原料需求，打压原料价格，形成了在供需双弱格局下，行业盈利相对保持景气的局面。

投资建议：维持“增持”评级。公司高端产品优质，智能化水平高，运营效率持续提升，盈利能力不断改善。考虑到公司产量受到一定影响，且焦炭价格高位持续，我们下调了业绩预测。预计公司 2021-2023 年营业收入 1752/1781/1783 亿元（原预测 1561/1589/1614），同比增速 50.4/1.7/0.1%，归母净利润 104/109/112（原预测 114/118/120）亿元，同比增速 62.2/4.9/2.5%；摊薄 EPS 为 1.50/1.57/1.61 元，当前股价对应 PE 为 3.8/3.6/3.5x，维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 211025 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE (20A) | PB (LF) | 投资 评级 |
|--------|------|--------------|-----------|------|------|------|------|-------|------|------|------|--------------|------------|----------|
| | | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E | | | |
| 000932 | 华菱钢铁 | 5.67 | 391.72 | 1.04 | 1.50 | 1.57 | 1.61 | 5.45 | 3.78 | 3.61 | 3.52 | 18.99 | 0.95 | 增持 |
| 600019 | 宝钢股份 | 7.46 | 1,661.24 | 0.57 | 1.33 | 1.41 | 1.45 | 13.09 | 5.61 | 5.29 | 5.14 | 6.88 | 0.91 | 买入 |
| 600782 | 新钢股份 | 6.22 | 198.34 | 0.85 | 1.54 | 1.67 | 1.85 | 7.32 | 4.04 | 3.72 | 3.36 | 11.49 | 0.79 | 增持 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 7541 | 11487 | 17608 | 27126 | 营业收入 | 116528 | 175225 | 178129 | 178336 |
| 应收款项 | 3802 | 5761 | 5856 | 5863 | 营业成本 | 99664 | 150980 | 153281 | 153263 |
| 存货净额 | 10605 | 16296 | 16499 | 16466 | 营业税金及附加 | 669 | 1051 | 1069 | 1070 |
| 其他流动资产 | 13145 | 15770 | 16032 | 16050 | 销售费用 | 409 | 526 | 534 | 535 |
| 流动资产合计 | 38820 | 53042 | 59724 | 69234 | 管理费用 | 2891 | 2668 | 2711 | 2714 |
| 固定资产 | 46481 | 49152 | 50366 | 49292 | 财务费用 | 598 | 457 | 240 | 101 |
| 无形资产及其他 | 4593 | 4462 | 4331 | 4200 | 投资收益 | 38 | 60 | 60 | 60 |
| 投资性房地产 | 456 | 456 | 456 | 456 | 资产减值及公允价值变动 | 8 | 11 | 11 | 10 |
| 长期股权投资 | 391 | 401 | 411 | 421 | 其他收入 | (4227) | (6225) | (6326) | (6334) |
| 资产总计 | 90741 | 107513 | 115288 | 123602 | 营业利润 | 8117 | 13388 | 14038 | 14388 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 10710 | 9000 | 8000 | 8000 | 营业外净收支 | (85) | (100) | (98) | (95) |
| 应付款项 | 15758 | 18333 | 18562 | 18524 | 利润总额 | 8032 | 13288 | 13939 | 14293 |
| 其他流动负债 | 18695 | 27696 | 28048 | 27996 | 所得税费用 | 1067 | 1993 | 2091 | 2144 |
| 流动负债合计 | 45163 | 55029 | 54609 | 54520 | 少数股东损益 | 569 | 923 | 968 | 993 |
| 长期借款及应付债券 | 6164 | 1829 | 1829 | 1829 | 归属于母公司净利润 | 6395 | 10372 | 10880 | 11157 |
| 其他长期负债 | 888 | 788 | 688 | 588 | | | | | |
| 长期负债合计 | 7052 | 2617 | 2517 | 2417 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 52215 | 57646 | 57126 | 56937 | 净利润 | 6395 | 10372 | 10880 | 11157 |
| 少数股东权益 | 4841 | 5487 | 6165 | 6860 | 资产减值准备 | (123) | 9 | 2 | (1) |
| 股东权益 | 33684 | 44380 | 51996 | 59805 | 折旧摊销 | 3319 | 3462 | 3926 | 4215 |
| 负债和股东权益总计 | 90741 | 107513 | 115288 | 123602 | 公允价值变动损失 | (8) | (11) | (11) | (10) |
| | | | | | 财务费用 | 598 | 457 | 240 | 101 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 2362 | 1208 | (77) | (182) |
| 每股收益 | 1.04 | 1.50 | 1.57 | 1.61 | 其它 | 473 | 637 | 676 | 696 |
| 每股红利 | 0.40 | 0.45 | 0.47 | 0.48 | 经营活动现金流 | 12419 | 15677 | 15395 | 15875 |
| 每股净资产 | 5.50 | 6.42 | 7.53 | 8.66 | 资本开支 | (4584) | (6000) | (5000) | (3000) |
| ROIC | 22% | 24% | 25% | 25% | 其它投资现金流 | (816) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 19% | 23% | 21% | 19% | 投资活动现金流 | (5502) | (6010) | (5010) | (3010) |
| 毛利率 | 14% | 14% | 14% | 14% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 11% | 8% | 8% | 8% | 负债净变化 | 707 | (900) | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 14% | 10% | 10% | 10% | 支付股利、利息 | (2464) | (3112) | (3264) | (3347) |
| 收入增长 | 9% | 50% | 2% | 0% | 其它融资现金流 | (2546) | (1710) | (1000) | 0 |
| 净利润增长率 | 46% | 62% | 5% | 3% | 融资活动现金流 | (6060) | (5721) | (4264) | (3347) |
| 资产负债率 | 63% | 59% | 55% | 52% | 现金净变动 | 856 | 3946 | 6121 | 9518 |
| 息率 | 7% | 9% | 9% | 10% | 货币资金的期初余额 | 6685 | 7541 | 11487 | 17608 |
| P/E | 5.4 | 3.8 | 3.6 | 3.5 | 货币资金的期末余额 | 7541 | 11487 | 17608 | 27126 |
| P/B | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 企业自由现金流 | 12279 | 10379 | 10925 | 13290 |
| EV/EBITDA | 5.4 | 5.6 | 5.3 | 5.2 | 权益自由现金流 | 10440 | 7381 | 9721 | 13204 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032