

撰写日期：2022 年 05 月 04 日

证券研究报告--产业研究点评报告

品种钢占比提升，汽车板公司盈利创新高

华菱钢铁 2021 年年报和一季报点评

分析师：张锦

执业证书编号：S0890521080001

电话：021-20321304

邮箱：zhangjin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆2021 年华菱钢铁实现营业总收入 1,715.75 亿元，同比增长 47.24%；实现归母净利润 96.8 亿元，同比分别增长 51.36%。2022 年一季度公司实现营业收入 409.63 亿元，同比 6.13%；实现归母净利润 21.11 亿元，同比 2.82%，环比增长 10.21%。一季度加权平均净资产收益率为 4.54%。

◆2021 年华菱钢铁品种钢销量 1410 万吨，相比 2020 年增加 112 万吨，占比提升近 3 个百分点，公司共 13 个大类品种 61 个钢种替代“进口”。其中电工钢产量由 2020 年的 79 万吨增加到 2021 年的 151 万吨，同比增加 91%。

◆2021 年华菱钢铁汽车板公司实现营业收入 93.59 亿元，同比 35.5%；实现净利润 6.14 亿元，同比 68%；销售净利率 6.56%。2022 年一季度汽车板公司实现净利润 2.25 亿元，同比增长 360.08%，创季度历史新高；整体来看汽车板公司无论是营收、净利润规模，还是代表盈利能力的净利率都创设立以来的新高，华菱钢铁汽车板业务竞争力逐步增强。

◆投资建议：今年国内继续压减粗钢产量，但公司主要基地在湖南、广东，不受压减影响；后续国内稳增长逐步落地，钢材供需趋平衡。但钢铁行业原材料成本端压力增加，公司毛利率面临承压。基于以上分析，下调公司 2022- 2023 年归母净利润 12.9%、16.2%；分别为 96.7 亿元、104.7 亿元，对应 EPS1.40 元、1.52 元；新增 2024 年归母净利润 111.5 亿元、对应 EPS1.61 元；华菱钢铁拥有产品结构和区域优势，后续竞争力有望持续改善，我们维持公司“增持”评级。

	2021 年	2022E	2023E	2024E
营业收入：亿元	1711.8	1728.9	1746.2	1763.6
增长率	47.22%	1.00%	1.00%	1.00%
归属母公司股东净利润：亿元	96.8	96.7	104.7	111.5
增长率	51.36%	-0.11%	8.32%	6.46%
每股收益(EPS)：元/股	1.40	1.40	1.52	1.61
净资产收益率(ROE)	21.32%	17.80%	16.38%	15.03%
市盈率(P/E)	4.17	4.17	3.85	3.62
市净率(P/B)	0.89	0.74	0.63	0.54

◆风险提示：钢铁下游基建、汽车、家电、造船等用钢需求大幅低于预期，原料价格大幅上涨，公司盈利下滑。

1. 品种钢占比提升，汽车板公司盈利创新高

2022 年 4 月 29 日华菱钢铁发布 2021 年年度报告和 2022 年一季度报告。其中：

- 2021 年华菱钢铁实现营业总收入 1,715.75 亿元，同比增长 47.24%；实现利润总额、净利润、归母净利润 119.44 亿元、104.68 亿元、96.8 亿元，同比分别增长 48.71%、50.31%、51.36%。其中下属核心子公司华菱湘钢、华菱涟钢和汽车板公司分别实现净利润 50.61 亿元、44.59 亿元、6.14 亿元，同比分别增长 37.58%、64.24%、68.22%；华菱衡钢实现净利润 3.62 亿元，同比增长 65.90%。2021 年年末公司资产负债率为 52.28%，较年初降低 5.26 个百分点；2021 年公司财务费用为 2.63 亿元，同比降低 56.03%。
- 2021 年年公司钢材产量 2557 万吨，同比 1.63%；钢材销量 2575 万吨，同比 2.47%。
- 2022 年一季度公司实现营业收入 409.63 亿元，同比 6.13%；实现归母净利润 21.11 亿元，同比 2.82%，环比增长 10.21%，再创历史同期新高。一季度公司加权平均净资产收益率为 4.54%。其中下属子公司汽车板公司报告期实现净利润 2.25 亿元，同比增长 360.08%，创季度历史新高。

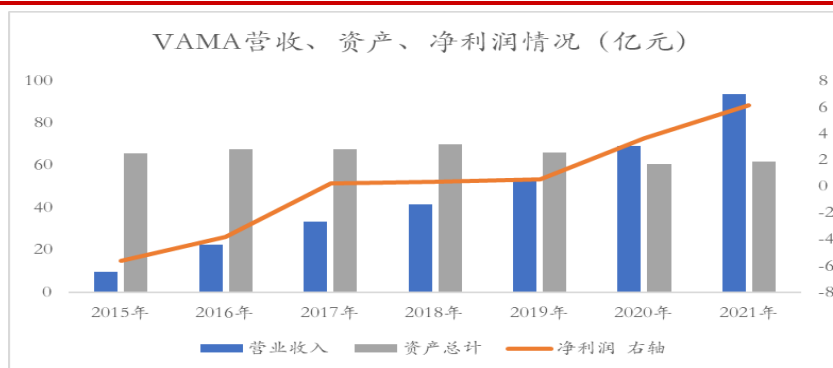
看点一：公司效率进一步提升，费用占比下降 1.25 个百分点。2021 年销售费用 4.07 亿元，占营业总收入比重 0.24%；管理费用 32.15 亿元，占营业总收入比重 1.87%；财务费用 2.63 亿元，占营业总收入比重 0.15%；研发费用 60.78 亿元，占营业总收入比重 3.54%；费用占比合计为 5.81%，相比 2019 年下降 1.25 个百分点。2022 年一季度费用占比 5.41%。

看点二：品种钢占比提升，电工钢销量同比增加 91%。2021 年公司品种钢销量 1410 万吨，相比 2020 年增加 112 万吨，占比提升近 3 个百分点，公司共 13 个大类品种 61 个钢种替代“进口”。其中电工钢产量由 2020 年的 79 万吨增加到 2021 年的 151 万吨，同比增加 91%。同时公司 4 月 30 日发布《关于华菱涟钢投资新建冷轧硅钢产品一期工程项目投资公告》，为满足下游客户对中高牌号硅钢日益增长的需求，优化升级产品结构，提升市场竞争力，公司全资子公司华菱涟钢拟新建冷轧硅钢产品一期工程项目，项目投资额 313,682 万元；项目计划于 2022 年 6 月启动，工期约 32 个月，其中第一步计划工期 18 个月，第二步计划工期 14 个月。

看点三：多元化产品结构优势明显。2021 年国内经济结构中，房地产投资整体偏弱，公司面向房地产行业的销量占比由 2020 年的 16% 下降到 13%，对高层建筑及桥梁的销量占比由 9% 下降到 8%。另一方面随着造船景气度的提升，公司 2021 年对船舶海洋工程的销量占比为 15%，提升 2 个百分点；随着新能源车高增长，公司对汽车行业的销量占比达 11%，提升 4 个百分点。整体反映在国内经济增长极转化时，公司多元化产品结构能够充分紧跟下游市场变化，优势明显。

看点四：汽车板（VAMA）公司盈利创新高，竞争力逐步增强。2021 年公司与安米合资的汽车板公司实现营业收入 93.59 亿元，同比 35.5%；实现净利润 6.14 亿元，同比 68%。销售净利率 6.56%。2022 年一季度汽车板公司实现净利润 2.25 亿元，同比增长 360.08%，创季度历史新高；整体来看汽车板公司无论是营收、净利润规模，还是代表盈利能力的净利率都创设立以来的新高，公司汽车板业务竞争力逐步增强。

图 1: VAMA 营收、资产、净利润情况



资料来源：公司公告，华宝证券研究创新部

2. 投资建议

1、2022 年 1-4 月中钢协月均钢价综合指数分别是 132.4、136.5、138、141.4，1-4 月累计平均为 137。假设后续随着国内稳增长政策的逐步落地，同时叠加压减粗钢产量，后续钢材供给相对 4 月持平，则钢材供需趋于平衡。公司主要基地在湖南、广东，不受压减影响。从供给和价格两个维度来研判，2022 年-2024 公司维持营业收入小幅增长。

2、2022 年 1-4 月全球海外铁矿发运整体低于预期，海外铁矿需求延续恢复，铁矿价格坚挺；预计全年铁矿价格高位趋稳；煤炭受国内外价格倒挂、地缘政治影响，焦煤、焦炭整体供需偏紧，价格坚挺。钢铁行业原材料成本端压力增加，公司毛利率面临承压。

基于以上分析，下调公司 2022-2023 年归母净利润 12.9%、16.2%，分别为 96.7 亿元、104.7 亿元，对应 EPS1.40 元、1.52 元；新增 2024 年归母净利润 111.5 亿元，对应 EPS1.61 元；华菱钢铁拥有产品结构和区域优势，后续竞争力有望持续改善，我们维持公司“增持”评级。

表 1：华菱钢铁盈利预测

	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
营业收入：亿元	1711.8	1728.9	1746.2	1763.6
增长率	47.22%	1.00%	1.00%	1.00%
归属母公司股东净利润：亿元	96.8	96.7	104.7	111.5
增长率	51.36%	-0.11%	8.32%	6.46%
每股收益(EPS)：元/股	1.40	1.40	1.52	1.61
净资产收益率(ROE)	21.32%	17.80%	16.38%	15.03%
市盈率(P/E)	4.17	4.17	3.85	3.62
市净率(P/B)	0.89	0.74	0.63	0.54

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 风险提示

钢铁下游基建、汽车、家电、造船等用钢需求大幅低于预期，原料价格大幅上涨，公司盈利下滑。

表 2：公司财务报表预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E		2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
营业收入	1711.76	1728.88	1746.17	1763.63	收益率				
减：营业成本	1491.73	1507.58	1515.67	1525.54	毛利率	12.85%	12.80%	13.20%	13.50%
营业税金及附加	7.56	7.63	7.71	7.79	三费/销售收入	5.67%	5.34%	5.24%	5.14%
营业费用	4.07	4.11	4.15	4.19	EBIT/销售收入	7.06%	7.02%	7.52%	7.92%
管理费用	32.15	27.66	26.19	24.69	EBITDA/销售收入	8.95%	7.24%	7.74%	8.13%
研发费用	60.78	60.51	61.12	61.73	销售净利率	6.06%	6.05%	6.49%	6.84%
财务费用	2.63	2.07	2.10	2.12	资产获利率				
营业利润	175.65	119.31	129.23	137.58	ROE	21.32%	17.80%	16.38%	15.03%
利润总额	179.06	119.31	129.23	137.58	ROA	11.35%	12.60%	12.31%	11.72%
减：所得税	14.48	14.67	15.90	16.92	ROIC	21.80%	20.46%	21.50%	24.08%
净利润	164.58	104.63	113.33	120.65	增长率				
减：少数股东损益	7.88	7.94	8.60	9.16	销售收入增长率	47.22%	1.00%	1.00%	1.00%
净利润	156.71	96.69	104.73	111.50	EBIT 增长率	41.68%	0.39%	8.19%	6.37%
资产负债表					EBITDA 增长率	29.18%	-18.34%	7.95%	6.16%
货币资金	77.06	74.47	206.47	306.73	净利润增长率	50.56%	0.80%	8.32%	6.46%
应收和预付款项	90.70	91.88	92.29	93.54	总资产增长率	17.43%	-9.57%	10.75%	11.67%
其他应收款（合计）	2.93	1.09	0.00	1.24	股东权益增长率	34.81%	19.59%	17.75%	16.04%
存货	113.66	140.11	115.02	141.78	经营营运资本增长率	2.94%	-173.99%	-20.60%	17.10%
其他流动资产	19.36	19.36	19.36	19.36	资本结构				
长期股权投资	5.45	5.45	5.45	5.45	资产负债率	0.52	0.45	0.40	0.37
投资性房地产	0.63	0.63	0.63	0.63	投资资本/总资产	0.49	0.56	0.48	0.44
固定资产和在建工程	509.38	505.68	501.98	498.27	带息债务/总负债	0.17	0.03	0.03	0.03
无形资产和开发支出	45.09	45.08	45.06	45.05	流动比率	0.93	0.96	1.23	1.51
其他非流动资产	10.08	392.87	415.30	383.59	速动比率	0.58	0.45	0.78	1.00
资产总计	1065.59	963.62	1067.17	1191.73	股利支付率	0.00	0.08	0.08	0.08
应付和预收款项	317.61	325.41	320.80	329.05	收益留存率	1.00	0.92	0.92	0.92
长期借款	11.23	11.23	11.23	11.23	资产管理效				

其他负债	228.26	94.98	94.98	94.98	率				
负债合计	557.09	431.61	427.00	435.26	总资产周转率	1.61	1.79	1.64	1.48
股本	69.09	69.09	69.09	69.09	固定资产周转率	3.93	3.42	3.48	3.54
资本公积	138.36	138.36	138.36	138.36	应收账款周转率	31.30	24.09	31.21	24.15
留存收益	246.65	335.62	431.99	534.58	存货周转率	13.12	10.76	13.18	10.76
归属母公司股东权益	454.10	543.06	639.43	742.02	业绩和估值指标				
少数股东权益	54.41	62.35	70.95	80.11	净利润	9679.80	9668.97	10473.24	11149.69
股东权益合计	508.50	605.41	710.38	822.13	EPS	1.40	1.40	1.52	1.61
负债和股东权益合计	1065.59	1037.02	1137.38	1257.39	BPS	6.57	7.86	9.26	10.74
现金流量表					PE	4.17	4.17	3.85	3.62
经营性现金净流量	65.15	90.63	139.26	106.74	PB	0.89	0.74	0.63	0.54
筹资性现金净流量	-15.66	-93.21	-7.27	-6.47	PS	0.24	0.23	0.23	0.23
现金流量净额	1.91	-2.58	131.99	100.27	PCF	6.19	4.45	2.90	3.78
					ROIC-WACC	0.22	0.20	0.22	0.24

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

公司和行业评级标准

1、公司评级

报告发布日后的 6-12 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为准：

买入：相对超出市场表现 15%以上；

增持：相对超出市场表现 5%至 15%；

中性：相对市场表现在-5%至 5%之间；

卖出：相对弱于市场表现 5%以上。

2、行业评级

报告发布日后的 6-12 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。