

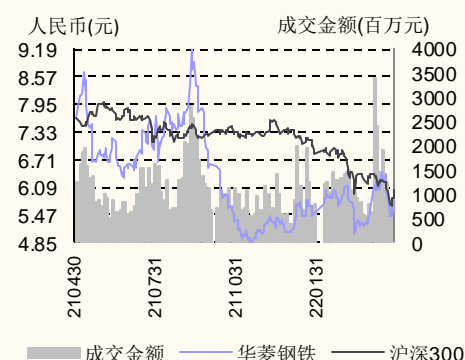
华菱钢铁 (000932.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.84 元

Q1 盈利稳定, 期待冷轧硅钢项目推进**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	69.09
已上市流通 A 股(亿股)	57.18
总市值(亿元)	403.46
年内股价最高最低(元)	9.21/4.85
沪深 300 指数	4016
深证成指	11021

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	116,528	171,575	175,401	178,681	181,272
营业收入增长率	8.58%	47.24%	2.23%	1.87%	1.45%
归母净利润(百万元)	6,395	9,680	9,969	10,445	10,595
归母净利润增长率	45.63%	51.36%	2.99%	4.77%	1.43%
摊薄每股收益(元)	1.043	1.401	1.443	1.512	1.534
每股经营性现金流净额	1.96	0.94	2.03	2.07	2.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.99%	21.32%	19.40%	18.12%	16.55%
P/E	4.58	3.65	4.05	3.86	3.81
P/B	0.87	0.78	0.79	0.70	0.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 4 月 29 日晚发布 2021 年报与 2022 年一季度报, 2021 年公司实现营收 1715.75 亿元, 同比增长 47.24%; 实现归母净利润 96.80 亿元, 同比增长 51.36%。2022 年一季度公司实现营收 409.63 亿元, 同比增长 6.13%; 实现归母净利润 21.11 亿元, 同比增长 2.82%。

评论

- **Q1 业绩符合预期。**Q1 公司归母净利润环增 10.2%, 毛利率环减 2.65pcts, 主要系原材料价格上涨等因素。21 年公司下属华菱湘钢、华菱涟钢和汽车板公司净利润分别同增 37.58%、64.24%、68.22%, 均创同期历史最好水平。公司资产负债结构不断优化, 21 年末公司负债率较年初减少 5.26pcts, 较历史最高值减少 34.62pcts; 财务费用同减 56.03%; 主要钢铁子公司年人均产钢突破 1500 吨, 处于行业领先水平。
- **拟投建中高牌号冷轧硅钢一期项目。**为满足客户对中高牌号硅钢的需求, 公司子公司华菱涟钢拟新建冷轧硅钢一期项目, 投资额 31.4 亿元, 其中 60% 为自有资金, 40% 为贷款; 建设周期 32 个月, 计划 22 年 6 月启动。分两步实施: 1) 新建常化酸洗、20 辊可逆轧机各一套及无取向退火机组; 2) 新建常化酸洗、连轧机组、无取向退火机组; 一期项目整体实现年产 40 万吨无取向硅钢、20 万吨无取向硅钢冷硬卷、18 万吨取向硅钢冷硬卷。
- **品种结构进一步向中高端迈进。**21 年公司 13 个大类品种 61 个钢种替代“进口”, 实现品种钢销量 1410 万吨, 占比 55%, 较 20 年提升 3pcts, 持续推动品种结构升级。湘钢五米宽厚板厂回火炉、炼钢厂 RH 炉, 涟钢高强钢二期项目热处理线、高端家电用 2#镀锌线快速建成达产, VAMA 二期项目建设快速推进, 加快产品由“优钢”向“特钢”领域转型。

盈利预测&投资建议

- 根据 22 年一季度业绩, 上调 22-23 年营收 12%、13%, 预计公司 22-24 年归母净利润分别为 99.69 亿元、104.45 亿元、105.95 亿元, 对应 EPS 分别为 1.44 元、1.51 元、1.53 元, 对应 PE 分别为 4 倍、4 倍、4 倍, 维持“增持”评级。

风险提示

- 钢铁置换产能释放再超预期; 下游需求不及预期。

相关报告

1. 《业绩符合预期, 产线结构持续升级-华菱钢铁业绩点评》, 2022.1.28
2. 《盈利能力提升, Q2 业绩符合预期-华菱钢铁 2021 半年报点评》, 2021.8.29

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
 niwenyi@gzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	107,321	116,528	171,575	175,401	178,681	181,272
增长率		8.6%	47.2%	2.2%	1.9%	1.5%
主营业务成本	-92,706	-99,743	-149,314	-152,581	-155,453	-157,888
%销售收入	86.4%	85.6%	87.0%	87.0%	87.0%	87.1%
毛利	14,615	16,785	22,260	22,820	23,229	23,384
%销售收入	13.6%	14.4%	13.0%	13.0%	13.0%	12.9%
营业税金及附加	-757	-669	-756	-773	-787	-799
%销售收入	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,551	-409	-407	-416	-424	-430
%销售收入	1.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-2,519	-2,891	-3,215	-3,287	-3,348	-3,397
%销售收入	2.3%	2.5%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
研发费用	-1,138	-4,333	-6,078	-6,213	-6,330	-6,421
%销售收入	1.1%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	8,651	8,484	11,805	12,131	12,340	12,338
%销售收入	8.1%	7.3%	6.9%	6.9%	6.9%	6.8%
财务费用	-942	-598	-263	-428	-298	-120
%销售收入	0.9%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-190	-67	-62	-225	-4	-4
公允价值变动收益	1	-25	-10	0	0	0
投资收益	54	38	133	50	50	50
%税前利润	0.7%	0.5%	1.1%	0.4%	0.4%	0.4%
营业利润	7,889	8,117	11,950	11,728	12,288	12,464
营业利润率	7.4%	7.0%	7.0%	6.7%	6.9%	6.9%
营业外收支	-110	-85	-6	0	0	0
税前利润	7,780	8,032	11,944	11,728	12,288	12,464
利润率	7.2%	6.9%	7.0%	6.7%	6.9%	6.9%
所得税	-1,128	-1,067	-1,477	-1,759	-1,843	-1,870
所得税率	14.5%	13.3%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	6,652	6,964	10,468	9,969	10,445	10,595
少数股东损益	2,260	569	788	0	0	0
归属于母公司的净利润	4,391	6,395	9,680	9,969	10,445	10,595
净利率	4.1%	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6,652	6,964	10,468	9,969	10,445	10,595
少数股东损益	2,260	569	788	0	0	0
非现金支出	3,669	3,395	3,320	3,472	3,359	3,465
非经营收益	1,248	454	103	589	552	448
营运资金变动	-798	1,205	-7,376	27	-28	-25
经营活动现金净流	10,771	12,018	6,515	14,057	14,328	14,483
资本开支	-3,486	-4,237	-4,563	-4,536	-4,547	-4,547
投资	-3,786	-509	-570	0	0	0
其他	119	-132	265	50	50	50
投资活动现金净流	-7,153	-4,878	-4,868	-4,486	-4,497	-4,497
股权募资	549	0	0	0	0	0
债权募资	-1,836	-1,497	-237	297	-1,510	-1,651
其他	-4,081	-5,131	-1,329	-4,630	-4,780	-4,736
筹资活动现金净流	-5,368	-6,629	-1,566	-4,332	-6,290	-6,387
现金净流量	-1,709	589	191	5,238	3,541	3,599

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,685	7,541	7,706	12,943	16,483	20,081
应收款项	11,344	12,285	15,022	18,496	18,841	19,115
存货	8,497	10,605	11,366	11,001	11,208	11,384
其他流动资产	6,222	8,390	15,948	9,992	10,046	10,092
流动资产	32,747	38,820	50,041	52,431	56,578	60,671
%总资产	39.5%	42.8%	47.0%	47.6%	49.0%	50.2%
长期投资	438	609	693	693	693	693
固定资产	44,964	46,481	50,938	52,263	53,480	54,590
%总资产	54.2%	51.2%	47.8%	47.4%	46.3%	45.2%
无形资产	4,570	4,613	4,517	4,481	4,457	4,434
非流动资产	50,181	51,921	56,518	57,807	58,999	60,085
%总资产	60.5%	57.2%	53.0%	52.4%	51.0%	49.8%
资产总计	82,928	90,741	106,559	110,238	115,578	120,756
短期借款	20,019	10,710	12,373	12,671	11,161	9,510
应付款项	17,060	21,182	23,855	23,012	23,445	23,812
其他流动负债	10,276	13,271	17,400	15,648	15,798	15,905
流动负债	47,355	45,163	53,629	51,330	50,404	49,226
长期贷款	2,023	2,729	1,123	1,123	1,123	1,123
其他长期负债	1,023	4,323	958	953	953	952
负债	50,400	52,215	55,709	53,406	52,479	51,301
普通股股东权益	28,220	33,684	45,410	51,391	57,658	64,015
其中：股本	6,129	6,129	6,909	6,909	6,909	6,909
未分配利润	10,488	15,214	23,314	29,296	35,563	41,919
少数股东权益	4,308	4,841	5,441	5,441	5,441	5,441
负债股东权益合计	82,928	90,741	106,559	110,238	115,578	120,756

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.040	1.043	1.401	1.443	1.512	1.534
每股净资产	6.684	5.496	6.573	7.439	8.346	9.266
每股经营现金净流	2.551	1.961	0.943	2.035	2.074	2.096
每股股利	0.250	0.210	0.290	0.577	0.605	0.613
回报率						
净资产收益率	15.56%	18.99%	21.32%	19.40%	18.12%	16.55%
总资产收益率	5.30%	7.05%	9.08%	9.04%	9.04%	8.77%
投入资本收益率	13.55%	13.28%	16.08%	14.60%	13.91%	13.09%
增长率						
主营业务收入增长率	17.46%	8.58%	47.24%	2.23%	1.87%	1.45%
EBIT增长率	-21.22%	-1.94%	39.15%	2.76%	1.72%	-0.02%
净利润增长率	-35.23%	45.63%	51.36%	2.99%	4.77%	1.43%
总资产增长率	4.16%	9.42%	17.43%	3.45%	4.84%	4.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.6	10.0	7.4	7.4	7.4	7.4
存货周转天数	31.4	34.9	26.9	26.9	26.9	26.9
应付账款周转天数	20.4	22.5	18.9	18.9	18.9	18.9
固定资产周转天数	143.4	132.9	92.6	87.1	81.9	76.9
偿债能力						
净负债/股东权益	43.18%	20.44%	6.70%	-2.69%	-10.43%	-17.03%
EBIT利息保障倍数	9.2	14.2	44.9	28.3	41.5	102.9
资产负债率	60.78%	57.54%	52.28%	48.45%	45.41%	42.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	5	17
增持	0	3	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.75	1.56	1.55	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-18	增持	5.23	N/A
2	2021-03-28	增持	6.74	N/A
3	2021-04-13	增持	8.10	N/A
4	2021-08-29	增持	7.48	N/A
5	2022-01-28	增持	5.51	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402