

华菱钢铁（000932.SZ）—2023年中报点评

产品装备升级，奖惩机制深化，业绩韧性突出

增持

核心观点

二季度业绩大幅改善。2023年上半年行业需求弱势运行，公司凭借产品优势以及极致降本，表现出较强的盈利韧性，业绩稳定性得到反复确认。实现营业收入795.56亿元，同比下降6.0%，归母净利润25.68亿元，同比下降32.8%。二季度单季，公司实现营业收入396.62亿元，环比微降0.6%，归母净利润18.80亿元，环比大幅增长173.0%。

品种钢销量提升，成本传导能力不断加强。上半年公司完成钢材销量1350万吨，其中品种钢854万吨，占比达63%，较2022年再提升3个百分点。受益品种钢优势，汽车板公司上半年实现净利润10.24亿元，净利率达18.9%。此外，华菱湘钢计划与兰石重装在氢能、核能、储能等领域联合研发新产品、开拓新市场，助力公司进入新产业赛道。

产线装备持续升级。为了保障产品品质提升，公司持续升级产线装备。精品高速线材生产线项目、冷轧硅钢产品项目、衡钢产线升级改造以及汽车板项目均有序推进。相关产线投产将进一步增强公司产品“高端+差异化”优势，提升盈利能力。

板管棒线均衡发展。随着需求波动，公司主要品种间具备较强的柔性生产切换能力，可有效弱化下游单一行业周期波动带来的负面影响。上半年，公司钢管毛利率16.33%，同比增长4.31个百分点；板材毛利率13.13%，同比降低1.80个百分点；长材毛利率4.87%，同比降低1.86个百分点。

奖惩机制深化，极致降本增效。公司持续深化“硬约束、强激励”机制。坚持“年度综合考核、尾数淘汰”，报告期15名中层管理人员因业绩不佳被调整。公司开展月度对标，并配有每季兑现奖励机制，近年来人均产钢量持续提升，工序降本、能源降本等均有明显成效。随着资产结构优化，财务费用也大幅下降。上半年，公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用占营业总收入比重分别为0.27%、1.05%、3.66%、0.00%。

风险提示：需求端出现超预期下滑；产量管控力度不及预期；原材料价格波动超预期。

投资建议：公司品种钢占比提升，降本增效成果显著，业绩稳居行业第一梯队。我们维持原业绩预测。预计公司2023-2025年营业收入1667/1659/1666亿元，同比增速-1.2/-0.4/0.4%，归母净利润69.6/73.5/78.7亿元，同比增速9.2/5.6/7.0%；摊薄EPS为1.01/1.06/1.14元，当前股价对应PE为5.8/5.5/5.1x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	171,575	168,637	166,660	165,924	166,631
(+/-%)	47.2%	-1.7%	-1.2%	-0.4%	0.4%
净利润(百万元)	9680	6379	6964	7353	7869
(+/-%)	51.4%	-34.1%	9.2%	5.6%	7.0%
每股收益(元)	1.40	0.92	1.01	1.06	1.14
EBIT Margin	7.0%	5.1%	5.4%	5.7%	6.0%
净资产收益率(ROE)	21.3%	12.8%	12.7%	12.3%	12.0%
市盈率(PE)	4.2	6.3	5.8	5.5	5.1
EV/EBITDA	6.3	8.6	8.0	7.5	7.0
市净率(PB)	0.89	0.81	0.74	0.68	0.62

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

公司研究·财报点评

钢铁·普钢

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：冯思宇
010-88005314
fengsiyu@guosen.com.cn
S0980519070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	5.86元
总市值/流通市值	40485/40484百万元
52周最高价/最低价	6.22/3.87元
近3个月日均成交额	284.50百万元

市场走势



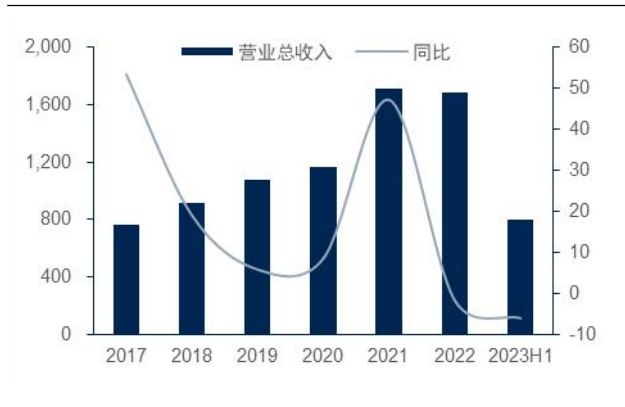
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华菱钢铁（000932.SZ）-2022年年报点评：业绩稳健，汽车板公司业绩亮眼》——2023-03-27
- 《华菱钢铁（000932.SZ）-2022年三季报点评：业绩稳定性反复验证》——2022-10-31
- 《华菱钢铁（000932.SZ）-2022年中报点评：产品升级，行稳致远》——2022-08-25
- 《华菱钢铁（000932.SZ）-2022年半年报业绩预告点评：行业低迷，业绩韧性凸显》——2022-07-17
- 《华菱钢铁（000932.SZ）-2021年报及2022年一季报点评：业绩稳居行业第一梯队》——2022-05-04

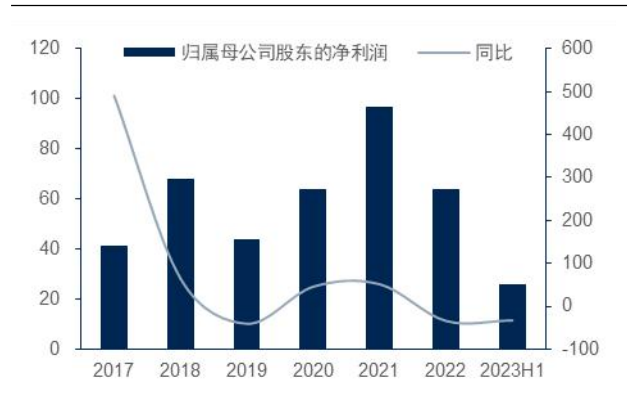
二季度业绩大幅改善。2023 年上半年行业需求弱势运行，公司凭借产品优势以及极致降本，表现出较强的盈利韧性，业绩稳定性得到反复确认。实现营业收入 795.56 亿元，同比下降 6.0%，归母净利润 25.68 亿元，同比下降 32.8%。二季度单季，公司实现营业收入 396.62 亿元，环比微降 0.6%，归母净利润 18.80 亿元，环比大幅增长 173.0%。

图1：公司营业收入情况（亿元，%）



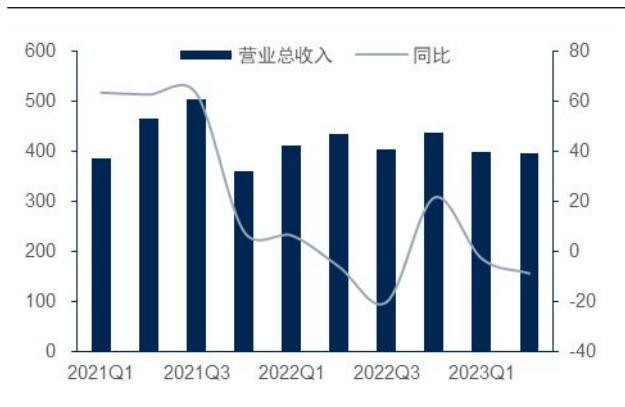
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润情况（亿元，%）



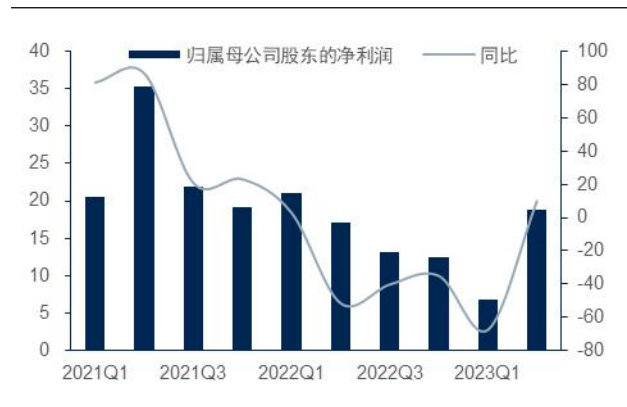
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入（亿元，%）



资料来源：iFinD、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：iFinD、国信证券经济研究所整理

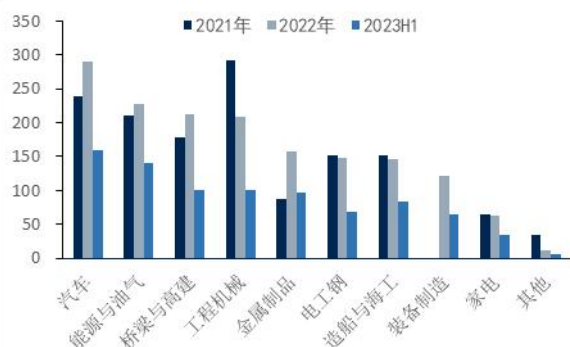
品种钢销量提升，成本传导能力不断加强。上半年公司完成钢材销量 1350 万吨，其中品种钢 854 万吨，占比达 63%，较 2022 年再提升 3 个百分点。公司汽车用钢、能源与油气用钢等拳头产品优势突出。受益品种钢优势，汽车板公司上半年实现净利润 10.24 亿元，净利率达 18.9%；下半年，汽车板公司专利产品 Usibor®1500 交货基价维持不含税 13250 元/吨。此外，华菱湘钢计划购买兰石集团所持兰石重装 7837.75 万股股份，占兰石重装总股本的 6.00%，转让价格为人民币 6.76 元/股，双方将在氢能、核能、储能等领域联合研发新产品、开拓新市场，助力公司进入新产业赛道。

产线装备持续升级。为了保障产品品质提升，公司持续升级产线装备。目前，华菱湘钢精品高速线材生产线项目进入主体设备安装阶段，助力公司长材持续向特钢转型；华菱涟钢冷轧硅钢产品一期一步工程于 2023 年 6 月底投产，二期项目开工并有序推进；华菱衡钢产线升级改造工程加速推进；汽车板公司二期项目投产

并引进安赛乐米塔尔创新性的镀层技术以及第三代超高强度钢生产技术。相关产线投产将进一步增强公司产品“高端+差异化”优势，提升盈利能力。

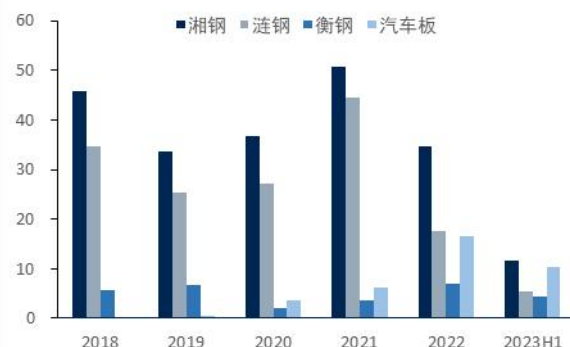
板管棒线均衡发展。公司产品涵盖宽厚板、热冷轧薄板、线棒材、无缝钢管四大系列近万个品种规格，种类齐全，下游行业覆盖能源及电力、汽车、基础设施、房地产、船舶及海工等各行各业。上半年前三大行业销量占比分别为 18.6%、10.2%、11.0%。随着需求波动，公司主要品种间具备较强的柔性生产切换能力，可有效弱化下游单一行业周期波动带来的负面影响。上半年，公司钢管毛利率 16.33%，同比增长 4.31 个百分点；板材毛利率 13.13%，同比降低 1.80 个百分点；长材毛利率 4.87%，同比降低 1.86 个百分点。

图5：公司品种钢销量（万吨）



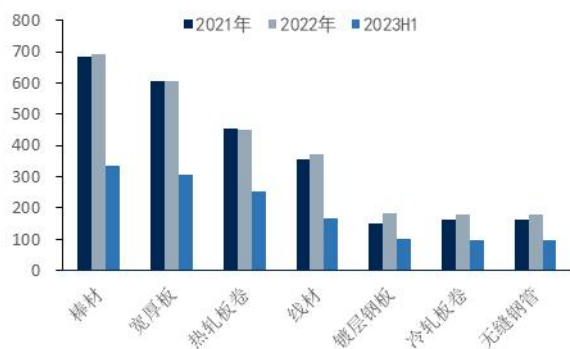
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：子公司净利润情况（亿元）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图7：公司分产品销量（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司分产品毛利率情况（%）

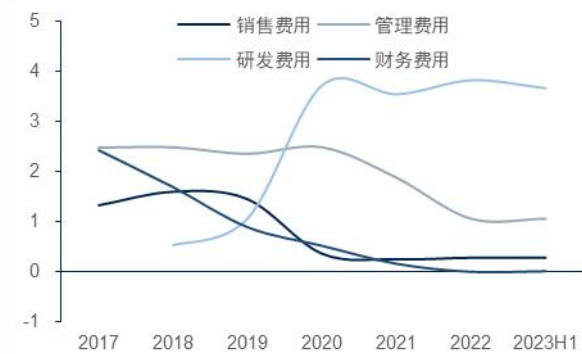


资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

奖惩机制深化，极致降本增效。公司持续深化“硬约束、强激励”机制。坚持“年度综合考核、尾数淘汰”，报告期15名中层管理人员因业绩不佳被调整。公司开展月度对标，并配有每季兑现奖励机制，近年来人均产钢量持续提升，工序降本、能源降本等均有明显成效。随着资产结构优化，财务费用也大幅下降。上半年，公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用占营业总收入比重分别为0.27%、1.05%、3.66%、0.00%。

图9: 公司钢材产量及人均产钢量 (万吨, 吨/人)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 公司期间费用占比 (%)


资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司品种钢占比提升, 降本增效成果显著, 业绩稳居行业第一梯队。我们维持原业绩预测。预计公司 2023-2025 年营业收入 1667/1659/1666 亿元, 同比增速 -1.2/-0.4/0.4%, 归母净利润 69.6/73.5/78.7 亿元, 同比增速 9.2/5.6/7.0%; 摊薄 EPS 为 1.01/1.06/1.14 元, 当前股价对应 PE 为 5.8/5.5/5.1x, 维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PB (LF)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
000932	华菱钢铁	5.86	404.85	0.92	1.01	1.06	1.14	6.35	5.81	5.51	5.15	12.77	0.83	增持
600019	宝钢股份	6.15	1,369.13	0.55	0.51	0.61	0.68	11.24	12.07	10.05	9.08	6.26	0.70	买入
600282	南钢股份	3.63	223.79	0.35	0.38	0.42	0.45	10.36	9.53	8.68	8.10	8.29	0.90	增持

资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7706	11159	14499	18922	24035	营业收入	171575	168637	166660	165924	166631
应收款项	5758	5238	5251	5228	5250	营业成本	149173	150745	148350	147264	147415
存货净额	11366	12262	11966	11856	11851	营业税金及附加	756	666	667	664	667
其他流动资产	20017	18203	18333	18252	18329	销售费用	407	461	417	415	417
流动资产合计	50041	58334	61519	65729	70937	管理费用	3215	1765	1849	1841	1848
固定资产	50938	55741	56317	56653	56774	研发费用	6078	6441	6333	6305	6332
无形资产及其他	4498	4551	4369	4187	4005	财务费用	263	(18)	282	173	30
投资性房地产	537	338	338	338	338	投资收益	133	147	150	150	150
长期股权投资	545	726	876	1026	1176	资产减值及公允价值变动	57	20	20	20	20
资产总计	106559	119690	123420	127934	133230	其他收入	76	(30)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	12373	5262	5000	4000	3000	营业利润	11950	8714	8933	9432	10093
应付款项	18310	26416	23931	23712	23702	营业外净收支	(6)	(40)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	22945	18320	19196	19022	19015	利润总额	11944	8673	8928	9427	10088
流动负债合计	53629	49997	48128	46734	45717	所得税费用	1477	999	1071	1131	1211
长期借款及应付债券	1123	10913	10913	10913	10913	少数股东损益	788	1296	893	943	1009
其他长期负债	958	1187	1287	1387	1487	归属于母公司净利润	9680	6379	6964	7353	7869
长期负债合计	2080	12100	12200	12300	12400	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	55709	62097	60328	59034	58117	净利润	9680	6379	6964	7353	7869
少数股东权益	5441	7653	8278	8938	9644	资产减值准备	(4)	67	8	6	3
股东权益	45410	49939	54814	59961	65469	折旧摊销	3224	3376	3618	3860	4078
负债和股东权益总计	106559	119690	123420	127934	133230	公允价值变动损失	(57)	(20)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	263	(18)	282	173	30
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(2802)	5413	(1346)	(74)	(9)
每股收益	1.40	0.92	1.01	1.06	1.14	其它	640	683	617	654	703
每股红利	0.27	0.39	0.30	0.32	0.34	经营活动现金流	10680	15898	9840	11779	12623
每股净资产	6.57	7.23	7.93	8.68	9.48	资本开支	0	(8121)	(4000)	(4000)	(4000)
ROIC	18.86%	12.84%	13%	15%	16%	其它投资现金流	(1467)	(6276)	0	0	0
ROE	21.32%	12.77%	13%	12%	12%	投资活动现金流	(1621)	(14578)	(4150)	(4150)	(4150)
毛利率	13%	11%	11%	11%	12%	权益性融资	110	1248	0	0	0
EBIT Margin	7%	5%	5%	6%	6%	负债净变化	(1607)	9790	0	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(1872)	(2685)	(2089)	(2206)	(2361)
收入增长	47%	-2%	-1%	-0%	0%	其它融资现金流	(2046)	(13324)	(262)	(1000)	(1000)
净利润增长率	51%	-34%	9%	6%	7%	融资活动现金流	(8894)	2134	(2351)	(3206)	(3361)
资产负债率	57%	58%	56%	53%	51%	现金净变动	165	3454	3339	4423	5113
股息率	4.6%	6.6%	5.2%	5.4%	5.8%	货币资金的期初余额	7541	7706	11159	14499	18922
P/E	4.2	6.3	5.8	5.5	5.1	货币资金的期末余额	7706	11159	14499	18922	24035
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	企业自由现金流	0	8241	6231	8089	8827
EV/EBITDA	6.3	8.6	8.0	7.5	7.0	权益自由现金流	0	4708	5633	6849	7713

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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