

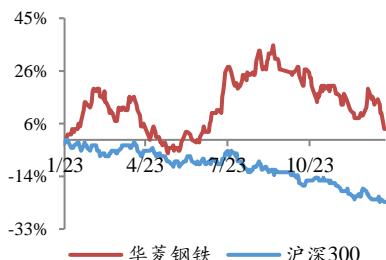
先锋钢企由普转特，高端战略引领启航

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-24

收盘价(元)	4.92
近12个月最高/最低(元)	6.40/4.52
总股本(百万股)	6,909
流通股本(百万股)	6,909
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	340
流通市值(亿元)	340

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：汪浚哲

执业证书号：S0010523120003

邮箱：wangjz@hazq.com

联系人：黄玺

执业证书号：S0010122060011

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 顺应市场变革，华菱钢铁成为行业先锋钢企

华菱钢铁深耕钢铁行业二十余年，产品涵盖宽厚板、热轧卷板、冷轧卷板、线棒材、螺纹钢、无缝钢管等钢材产品，下游领域覆盖能源、船舶、汽车、工程机械等制造用钢，同时覆盖地产、基建等建筑用钢。2023年前三季度，公司营收1202.72亿元，同比-3.66%；归母净利润41.05亿元，同比-20%，体现出较强的抗周期性，业绩表现处于行业领先水平。

● 钢铁行业：供给逐步出清，需求仍有空间

需求端：地产下行空间有限，政策仍有加码空间。2023年下半年以来，国家扶持地产政策频出，对于房地产市场调整的力度和广度空前。未来地产政策仍有加码空间，预计行业下行空间有限，地产用钢需求或有改善。

供给端：严禁新增产能，对钢价形成支撑。在钢铁行业严格平控的大背景下，公司产线装备绿色化升级优势脱颖而出。为响应国家政策和环保要求，子公司华菱涟钢分别投资10.7亿元和5.5亿元建设实施炼铁厂烧结机节能环保升级改造项目和炼铁厂老线综合料场环保转型升级改造项目。公司低碳环保技术改革路线有望在严格平控政策下持续收益。

● 产品结构高端化，坚定“普转特”发展路线

在房地产行业普钢需求普遍下降的背景下，公司品种钢年销售量逆势增长，2022年重点品种钢销量1588万吨，占比60%（较2021年提升5pcts）。随着公司产品结构“普转特”，高端品种钢占比持续提升，带动公司钢材吨钢价格持续提升，2022年公司吨钢价格5976元/吨，处于行业较高水平。

2022年公司汽车用钢销量为290万吨，占公司品种钢销量的18.3%，是品种钢销量之首。子公司VAMA汽车板公司抓住中国汽车行业高速发展机遇，2022年实现营业收入100.41亿元（同比+7.3%），实现净利润16.52亿元（同比+168.99%），均创历史新高。

子公司湖南涟钢电磁材料项目，分两期四步建设，预计到2025年末项目将全部投产，华菱涟钢将形成年产约50万吨硅钢成品产能，其中无取向硅钢成品40万吨、取向硅钢成品10万吨。建成后涟钢将形成以新能源汽车、家电产品、智能制造等应用领域为主的中部地区最大的硅钢生产基地。

● 投资建议

公司作为钢铁行业领先企业，积极推进产品结构化升级，“普转特”提升公司盈利能力。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为63.4/72.0/89.6亿元，对应PE分别为5.37/4.72/3.80倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

铁矿石、焦煤和焦炭价格大幅波动；钢材需求不及预期；新项目建设不

及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	168637	167406	170870	174423
收入同比 (%)	-1.7%	-0.7%	2.1%	2.1%
归属母公司净利润	6379	6335	7202	8956
净利润同比 (%)	-34.1%	-0.7%	13.7%	24.4%
毛利率 (%)	10.3%	11.0%	11.6%	12.8%
ROE (%)	12.8%	11.6%	11.7%	12.7%
每股收益 (元)	0.92	0.92	1.04	1.30
P/E	5.09	5.37	4.72	3.80
P/B	0.65	0.62	0.55	0.48
EV/EBITDA	3.12	3.35	2.59	1.73

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 顺应市场变革，华菱钢铁成为行业先锋钢企	5
1.1 行业领先的优质钢企，产品结构持续优化	5
1.2 股权结构清晰，“强激励”+“硬约束”调动员工积极性	6
1.3 业绩高质量稳定发展，盈利能力大幅改善	7
2 钢铁行业：供给逐步出清，需求仍有空间	9
3 “普转特”稳步推进，卡位高端品种钢	11
3.1 产品结构高端化，坚定“普转特”发展路线	11
3.2 汽车行业高速发展趋势助力下游需求加速释放	13
3.3 硅钢产业：迎接新能源时代的蓬勃发展	15
3.4 油价维持高位，油气用管需求维持景气	17
4 盈利预测和估值探讨	19
风险提示：	20
财务报表与盈利预测	21

图表目录

图表 1 公司 2017-2023Q3 营业收入 (亿元)	5
图表 2 公司 2017-2023Q3 归母净利 (亿元)	5
图表 3 2023 年上半年分品种销量 (万吨)	6
图表 4 2023 年上半年分下游销量占比	6
图表 5 公司股权结构 (截止 2023 年 6 月 30 日)	6
图表 6 公司生产基地主营业务情况	7
图表 7 公司博士学历研发人员逐步提升 (人)	7
图表 8 公司产品营收占比 (%)	8
图表 9 公司品种钢销量占比 (%)	8
图表 10 公司 2018-2023Q3 营业收入 (亿元)	8
图表 11 公司 2019-2023H1 专利授权个数	8
图表 12 公司 2022 年研发成果	8
图表 13 华菱钢铁 2023 年新建项目	9
图表 14 近期房地产相关政策梳理	10
图表 15 华菱钢铁环保改造项目	11
图表 16 普钢和特钢特性比较	12
图表 17 公司品种钢销量占比 (%)	12
图表 18 2017-2022 年公司吨钢价格 (元/吨)	13
图表 19 2017-2022 年钢铁行业吨钢毛利	13
图表 20 公司主要客户	13
图表 21 2015-2022 年 VAMA 汽车板公司营业收入 (亿元)	14
图表 22 2014-2022 年 VAMA 汽车板公司净利润 (亿元)	14
图表 23 VAVMA 汽车钢材系列分类	14
图表 24 汽车轻量化系数仍有较大下降空间	15
图表 25 S-IN MOTION®纯电动 SUV 白车身高强钢应用	15
图表 26 一体式热形成激光拼焊方案应用: H 梁	15
图表 27 硅钢分类及应用	16
图表 28 2018—2022 年取向硅钢产量及产能 (万吨)	16
图表 29 2018-2024 年中国变压器产量预测 (万千安伏)	16
图表 30 新能源车硅钢需求预测 (万吨)	17
图表 31 2018 年至今布伦特原油价格 (美元/桶)	18
图表 32 全球油气资本开支情况 (十亿美元)	18
图表 33 华菱衡钢 2022—2023H1 净利润 (亿元)	18
图表 34 2018-2023H1 公司国外营业收入 (亿元)	18
图表 35 公司收入预测	19
图表 36 可比公司估值	20

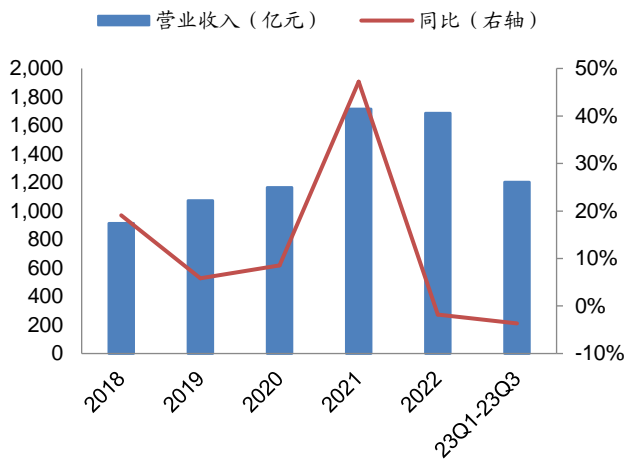
1 顺应市场变革，华菱钢铁成为行业先锋钢企

1.1 行业领先的优质钢企，产品结构持续优化

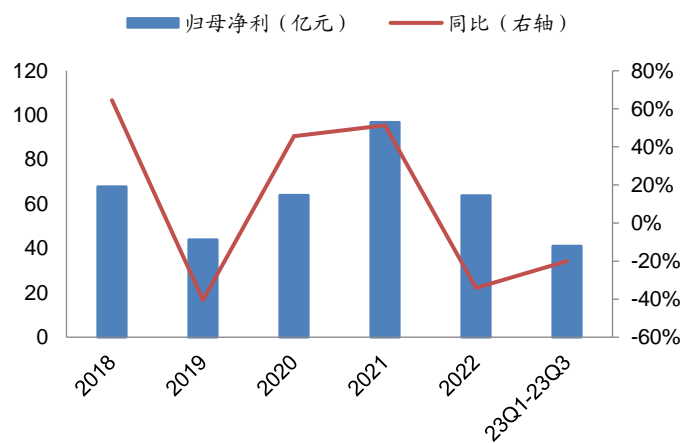
深耕钢铁行业二十余载，处于行业领先地位。华菱钢铁于 1999 年 4 月由湖南华菱钢铁集团联合长沙矿冶研究院等单位共同发起成立，并于当年 8 月在深交所上市。公司经历二十余载的发展，现已成为全国十大钢企之一。公司产品涵盖宽厚板、热轧卷板、冷轧卷板、线棒材、螺纹钢、无缝钢管等钢材产品，下游领域覆盖能源、船舶、汽车、工程机械等制造用钢以及地产、基建等建筑用钢。

公司业绩表现领先行业，抗周期性较强。2016-2018 年钢铁行业处于供给侧改革阶段：2016 年，国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》提出从 2016 年开始，用 5 年时间压减落后粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨。2018 年伴随落后产能基本出清，钢企营收快速反弹：2018 年-2022 年公司营收规模从 913.69 亿元增至 1686.4 亿元，五年复合增速 11.96%。2023 年以来，下游房地产、机械等行业需求放缓，钢铁行业进入大面积亏损状态，据中钢协统计，2023 年前三季度钢铁行业利润总额 621 亿元，同比-34.11%，企业亏损面达到近 40%。2023 年前三季度，公司营收 1202.72 亿元，同比-3.66%；归母净利润 41.05 亿元，同比-20%。在钢铁行业利润整体下行的背景下，公司体现出较强的抗周期性，业绩表现处于行业领先水平。

图表 1 公司 2017-2023Q3 营业收入 (亿元)



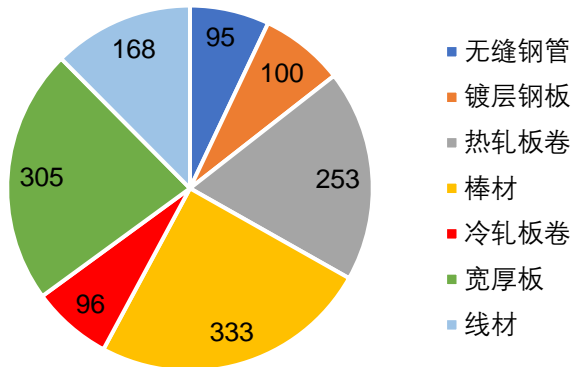
图表 2 公司 2017-2023Q3 归母净利润 (亿元)



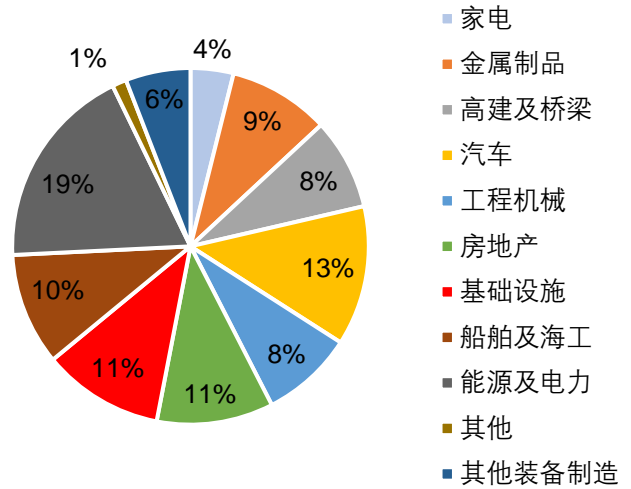
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 2023 年上半年分品种销量 (万吨)



图表 4 2023 年上半年分下游销量占比



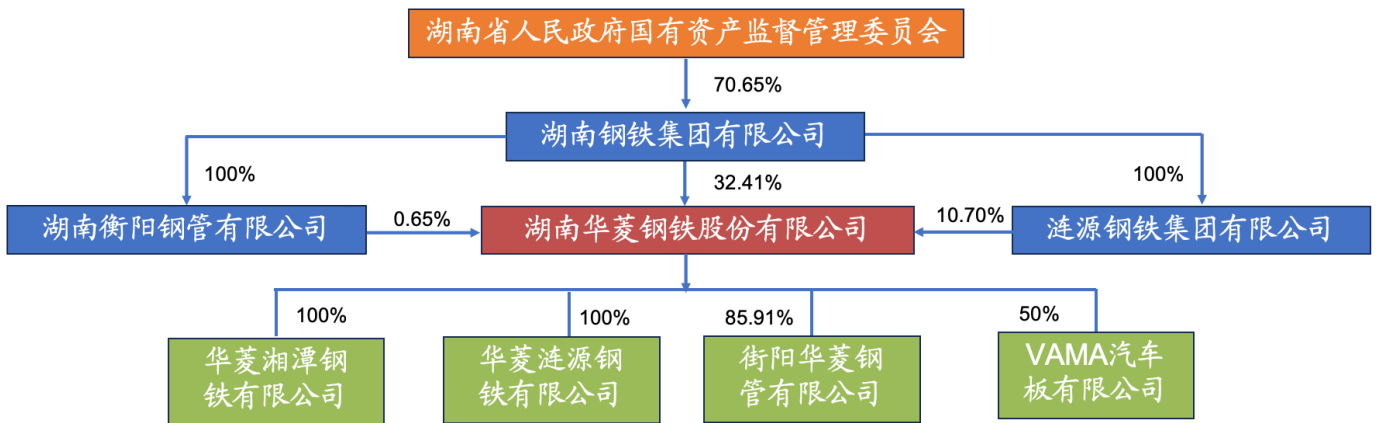
资料来源：华菱钢铁 2023 年半年报，华安证券研究所

资料来源：华菱钢铁 2023 年半年报，华安证券研究所

1.2 股权结构清晰，“强激励” + “硬约束” 调动员工积极性

股权结构清晰，背靠湖南省国资委。公司实控人湖南省国资委持有国有区域龙头钢铁企业湖南钢铁集团 70.65% 的股份。湖南钢铁集团直接持有公司 32.41% 的股份，并通过其全资子公司涟钢集团、衡钢集团间接持有公司股份，合计持有公司股份 43.76% 的股权。

图表 5 公司股权结构 (截止 2023 年 6 月 30 日)



资料来源：华菱钢铁 2023 年半年报，华安证券研究所

子公司分工明确，五大生产基地优势互补。华菱钢铁拥有华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢、阳春新钢、汽车板公司五大钢材生产基地；子公司产品差异化布局，涵盖下游多领域细分赛道。子公司主要优势产品包括宽厚板、汽车板、硅钢基料和无缝钢管等，

且工艺水平均处于细分行业领先地位。

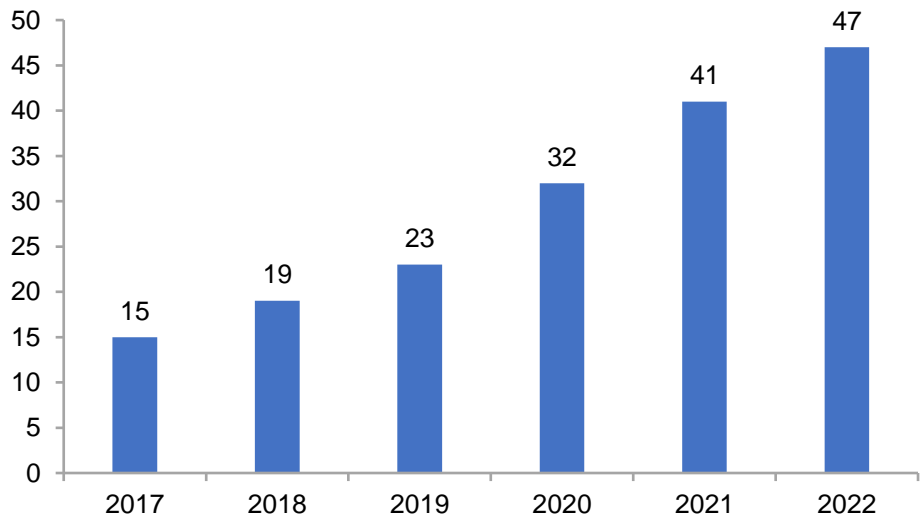
图表 6 公司生产基地主营业务情况

子公司	地理位置	主营业务	下游领域
华菱湘钢	湖南省湘潭市	全球产能规模位居前列的宽厚板生产基地，板材综合品种制造水平稳居行业前三	造船、工程机械、海洋工程、高层建筑、压力容器、能源重工
华菱涟钢	湖南省娄底市	中南地区优特钢制造基地和亚洲主要的高端中薄规格热处理板材生产基地	机械用钢、中高碳钢、热轧汽车板、冷轧汽车板、电工钢
华菱衡钢	湖南省衡阳市	全球具有较大影响力的专业化无缝钢管生产企业	油气用管、压力容器用管、机械加工用管
阳春新钢	广东省阳春市	公司定位优质建筑钢铁产品品牌	建筑用钢
VAMA	湖南省娄底市	汽车板生产公司	汽车用钢

资料来源：公司官网，华安证券研究所

“强激励”和“硬约束”机制调动员工积极性。激励端，公司采用与业绩指标相挂钩的市场化薪酬制度，确保子公司管理层及员工的薪酬在本地区具有显著的竞争力和激励效应。公司实施多种吸引人才的策略，并提供优厚的待遇，旨在招募高端专业人才，近年来公司研发人员高学历占比逐步提升。**约束端**，公司一直执行年度全面评估和淘汰机制，对年度业绩指标未能达到 70% 的管理人员，公司将立即解除其职务；在年度干部评价体系中，公司始终实施末位淘汰政策，确保每年大约 5% 的干部被淘汰。2023 上半年，有 15 名中层管理人员因业绩不佳被调整。

图表 7 公司博士学历研发人员逐步提升 (人)



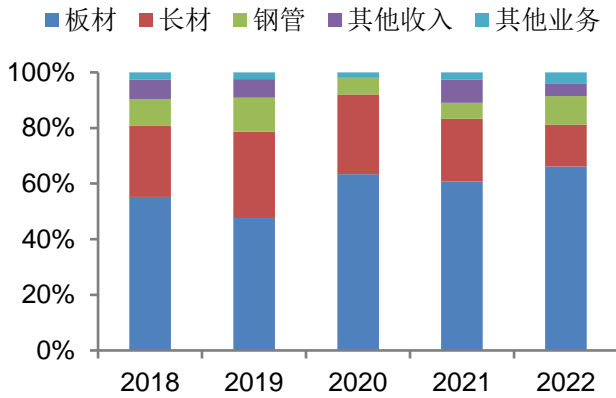
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 业绩高质量稳定发展，盈利能力大幅改善

产品结构稳定，高端产品业绩贡献持续增长。近年来公司加速由普钢向特钢的转型，品种钢占比由 2016 年的 32% 提升至 2022 年的 60%。**分产品看**，公司板材产品毛利占

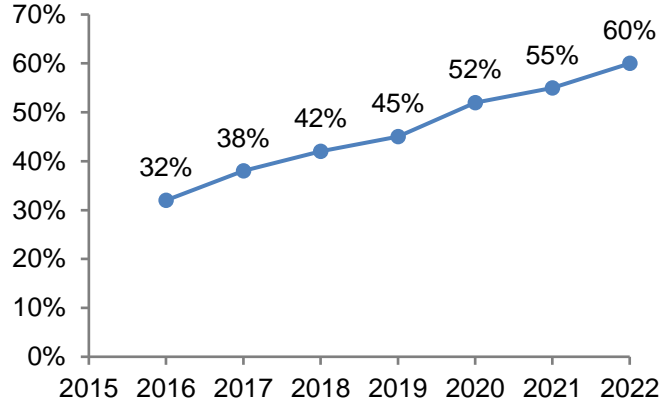
比由 2018 年的 55.26% 提升到 2022 年的 66.12%，为公司毛利贡献最大的产品。公司近年来致力于高端板材产品研发，在造船和海工、桥梁和高建、能源与油气等细分市场板材份额领先，客户粘性高。公司线棒材毛利占比有下降趋势，由 2018 年的 26.56% 下降至 2022 年的 15.06%；目前线棒材中特钢占比仅为 10%，公司计划至“十四五”末长材特钢比例提升至 25%，未来线棒材占比有望进一步提升。

图表 8 公司产品营收占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

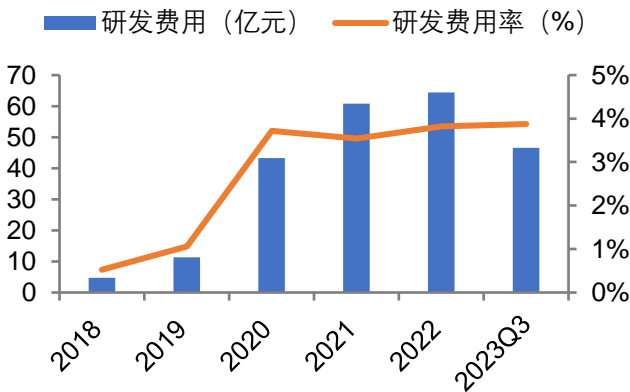
图表 9 公司品种钢销量占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

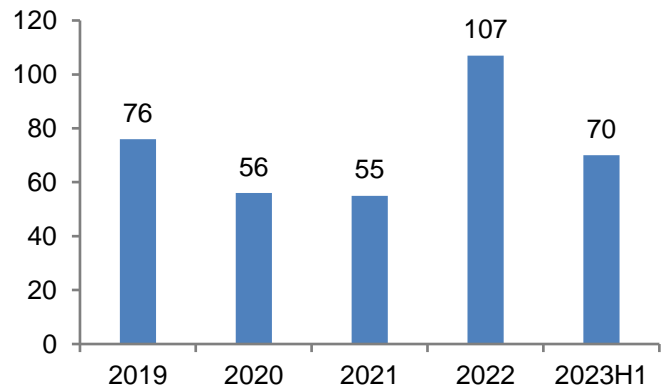
“高端+差异化”研发策略，大力实施 IPD 机制。公司持续推进以研发、生产、销售、市场为一体的 IPD 项目研发体系，要求项目小组 3-6 个月出成果，并在开发产品的全生命周期内给予项目小组成员一定提成激励，促使产品研发成果快速落地。研发聚焦高端装备制造、重大工程建设、战略性新兴产业等领域关键材料需求，2022 年公司获得专利授权 107 项，为上市以来最高。研发投入方面，自 2018 年以来公司研发费用持续增长，2022 年公司研发费用为 64.31 亿元，研发费用率达到 3.82%。

图表 10 公司 2018-2023Q3 营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 公司 2019-2023H1 专利授权个数



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 公司 2022 年研发成果

子公司	2022 年研发成果
华菱湘钢	线棒材领域，先后开发了高端汽车齿轮钢、非调质钢、酸性管线钢、

	油田深井钻杆用钢、矿用耐磨钢等新品种 48 个，为客户开发个性化产品 142 个，优转特步伐提速。
华菱涟钢	成功试制超低温压力容器用高锰钢并填补国内空白，9Ni 钢通过美国 ABS 船级社认证，取向硅钢基料产销量超 40 万吨，创造新的纪录。
华菱衡钢	续开拓高端市场，非 API 油套管同比翻番，HSG3 特殊扣系列化稳步推进，储氢气瓶管交付首单，高强度气瓶管迈上 1100MPa 等级，690 钢级起重机臂架用方管打开风电安装船市场。
汽车板公司	新增取得钢种认证 21 项，其中全球强度最高的热冲压用钢 Usibor®2000PAS 产品获得集度汽车、合众新能源汽车二家主机厂商的认证通过；提出了 S-in motion®纯电动 SUV 车身轻量化解决方案，对部分结构件（地板、座椅横梁、中通道、B 柱等）进行了变更优化，并通过人体仿生学测试。

资料来源：公司《2022 年环境、社会责任和公司治理报告》，华安证券研究所

新建项目稳步推进，项目完工后产能有望进一步释放。为了抢占硅钢市场机遇，子公司华菱涟钢于 2022 年 4 月宣布投资新建冷轧硅钢产品项目，项目一期于 2023 年 6 月底投产，新增 20 万吨无取向硅钢、10 万吨无取向硅钢冷硬卷、9 万吨取向硅钢冷硬卷；项目二期预计于 2025 年末建成，届时华菱涟钢将形成 50 万吨硅钢产能，随着产品结构的高端化，子公司华菱湘钢业绩将进一步释放。

图表 13 华菱钢铁 2023 年新建项目

子公司	2023 年新建项目	投资金额
华菱湘钢	拟在湘钢现有厂区内新建 1 条年产 60 万吨高速精品线材生产线，建成投运后主要生产高端弹簧钢、冷镦钢、轴承钢、钢帘线、焊丝钢、结构钢等高端产品，助力公司长材向特钢领域转型。	7 亿元
华菱涟钢	华菱涟钢冷轧硅钢产品一期项目第一步工程于 2023 年 6 月底投产，产能为年产 20 万吨无取向硅钢、10 万吨无取向硅钢冷硬卷、9 万吨取向硅钢冷硬卷。	16.8 亿元
	冷轧硅钢产品二期项目第一步工程计划于 2023 年 7 月启动，建设工期 18 个月，实现年产 8 万吨取向硅钢成品；第二步工程计划于 2024 年 9 月启动，建设工期 15 个月，实现年产 22 万吨取向硅钢成品以及 40 万吨无取向硅钢成品。预计到 2025 年末，华菱涟钢将形成年产约 50 万吨硅钢成品产能，其中无取向硅钢成品 40 万吨、取向硅钢成品 10 万吨。	59.77 亿元
华菱衡钢	公司控股股东湖南钢铁向华菱衡钢增资 10 亿元，帮助华菱衡钢产线升级改造工	10 亿元
汽车板公司	程加速推进，改造完成后将有效降低能耗和工序成本，进一步提高产品质量。	
	汽车板二期项目已投产，汽车板合资公司酸轧线产能将由每年 150 万吨提升到 200 万吨，镀锌线和连退线产能将由 115 万吨提升到 160 万吨，产品定位于高端汽车板。	10.7 亿元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 钢铁行业：供给逐步出清，需求仍有空间

需求端：地产下行空间有限，政策仍有加码空间。2022 年以来，钢铁需求主要受

地产行业拖累，房屋开工、竣工和销售下滑导致地产用钢需求下滑，2023年1-11月新房开工面积同比-21.2%，房屋开工用钢作为钢铁行业重要领域，对钢铁需求影响较大。2023年下半年以来，国家扶持地产政策频出，对于房地产市场调整的力度和广度空前。未来地产政策仍有加码空间，预计行业下行空间有限，地产用钢需求或有改善。

图表 14 近期房地产相关政策梳理

发布时间	发布部门	政策名称	政策内容
2023年6月6日	央行等五部门	关于金融支持全面推进乡村振兴加快建设农业强国的指导意见	鼓励运用信贷、债券、资产支持证券、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式，支持专业化、规模化住房租赁企业发展，依法依规加大对新市民等群体保障性租赁住房建设融资支持力度。
2023年6月20日	央行	LPR 报价利率公布	1年期LPR为3.55%，5年期以上LPR为4.2%，均下降10个基点。
2023年6月28日	央行	2023年第二季度例会	因城施策支持刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展，加快完善住房租赁金融政策体系，推动建立房地产业发展新模式。
2023年7月10日	央行、国家金融监督管理总局	关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知	明确“金融16条”中的政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日，其他不涉及适用期限的政策则长期有效，各金融机构应按照文件要求抓好落实，保持房地产融资合理适度。
2023年7月14日	央行	2023年上半年金融统计数据发布会	坚持“房住不炒”定位，配合相关部门和地方政府扎实做好保交楼、保民生、保稳定工作，满足行业合理融资需求，继续为行业风险有序出清创造有利金融环境。
2023年7月24日	-	中共中央政治局会议	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2023年7月27日	住建部	企业座谈会	要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。
2023年7月28日	发改委	关于恢复和扩大消费措施的通知	支持刚性和改善性住房需求。做好保交楼、保民生、保稳定工作，完善住房保障基础性制度和支持政策，扩大保障性租赁住房供给，着力解决新市民、青年人等住房困难群体的住房问题。
2023年7月31日	-	国务院常务会议	要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式。

2023年8月1日	央行、外汇管理局	2023年下半年工作会议	支持房地产市场平稳健康发展。落实好“金融16条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。因城施策精准实施差异化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
2023年8月3日	央行	金融支持民营企业发展座谈会	要精准实施差异化住房信贷政策，满足民营房地产企业合理融资需求，促进房地产行业平稳健康发展。

资料来源：各政府官网，观研天下，华安证券研究所

供给端：严禁新增产能，对钢价形成支撑。工信部等七部门联合印发的《钢铁行业稳增长工作方案》提出“持续巩固提升钢铁化解过剩产能工作成果，健全市场化法治化化解过剩产能长效机制”。在钢铁行业严格平控的大背景下，公司产线装备绿色化升级优势脱颖而出。为响应国家政策和环保要求，子公司华菱涟钢投资10.7亿元建设实施炼铁厂烧结机节能环保升级改造项目，项目建成投产有利于进一步降低铁前生产成本、提高劳动生产率，配套环保设施有助于减少烧结工序粉尘颗粒物、二氧化硫和氮氧化物等污染物排放。同时，华菱涟钢还投入5.5亿元用于建设炼铁厂老线综合料场环保转型升级改造项目。公司低碳环保技术改革路线有望在严格平控政策下持续收益。

图表 15 华菱钢铁环保改造项目

项目	项目内容	投资金额
炼铁厂烧结机节能环保改造项目	项目有助于减少烧结工序粉尘颗粒物、二氧化硫和氮氧化物等污染物排放，进一步降低生产成本、提高劳动生产率，满足以高炉为中心的铁前生产需求，为华菱涟钢长远高质量发展打下坚实基础。	10.7 亿元
炼铁厂老线综合料场环保转型升级改造项目	将现有的烧结料场实现封闭改造，解决了露天存放的原料风损和雨损，有利于降低原料损耗，实现降本增效。各种原料的含水率也趋于稳定，有利于烧结机稳顺生产。料场智能化升级改造后，整体智能化水平得到提升，有利于进一步提升管理效率，降低生产运行和管理成本。	5.5 亿元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 “普转特”稳步推进，卡位高端品种钢

3.1 产品结构高端化，坚定“普转特”发展路线

普钢消费见顶，特钢需求稳步增长。特钢指由于成分、结构、生产工艺特殊而具有特殊的物理、化学性能或者特殊用途的钢铁产品。相较于普钢，特钢有高盈利能力、高附加值的特点，主要运用于汽车、核电、军工、航空航天、机械等高端制造行业。普钢下游需要主要为建筑行业；2022年以来，普钢需求主要受地产行业拖累，房屋开工、竣工和销售下滑导致地产用钢需求下滑，2023年前三季度商品房销售额同比下降4.6%，降幅虽较去年明显收窄，地产行业仍处于出清阶段。特钢受益于高端制造需求，受经济波动影响较小，汽车、机械制造等下游行业长期需求增长确定性较高，特钢需求预计将

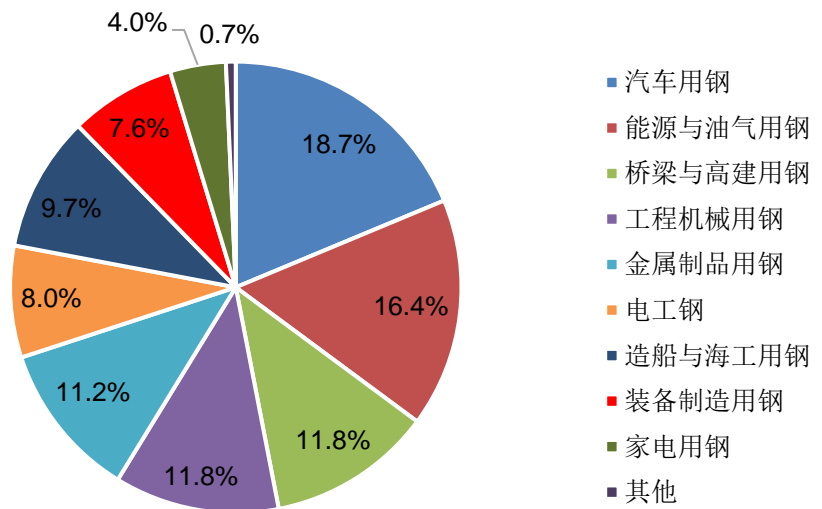
持续增长。

图表 16 普钢和特钢特性比较

	普钢	特钢
下游需求	建筑行业为主	汽车、机械等高端制造行业
产品特点	标准化	客户个性化定制
生产模式	大批量，同质化	小批量、多品种
销售模式	经销为主	供应商早期介入，客户粘性强
定价模式	市场价定价法	协商定价，比较容易传导价格压力

资料来源：公司公告，华安证券研究所

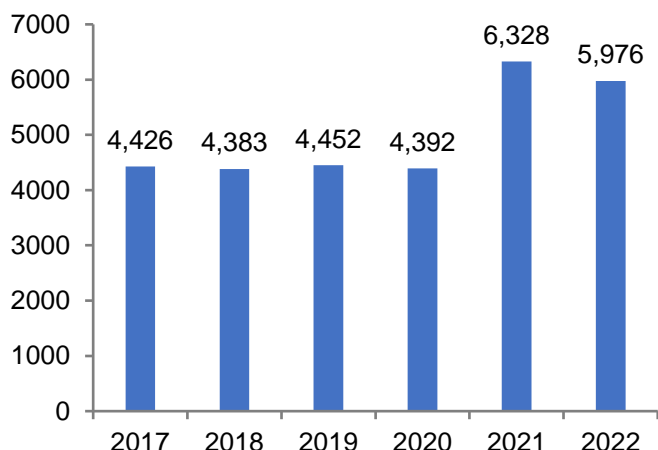
图表 17 公司品种钢销量占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

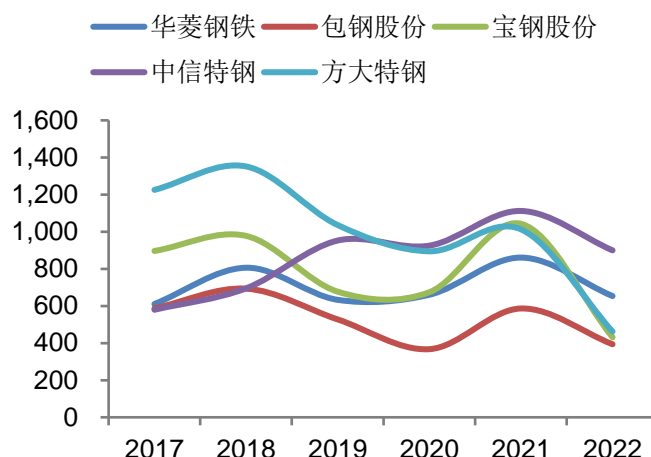
产品结构优化，助推盈利能力改善。在房地产行业普钢需求普遍下降的背景下，公司品种钢年销售量逆势增长，2022 年重点品种钢销量 1588 万吨，占比 60%，较 2021 年提升 5pcts。随着公司产品结构“普转特”，高端品种钢占比持续提升，带动公司钢材吨钢价格持续提升，2022 年公司吨钢价格 5976 元/吨，处于行业较高水平。品种钢“高盈利能力”、“高附加值”特性推动公司吨钢毛利水平从行业落后到行业领先地位，2022 年公司吨钢毛利达 653 元/吨。

图表 18 2017-2022 年公司吨钢价格 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 19 2017-2022 年钢铁行业吨钢毛利



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

以客户为中心, 聚焦下游需求。品种钢以直销为主, 普钢主要以经销为主; 品种钢的生产模式主要是以销定产, 采用直供客户的方式。公司产品直销模式 2022 年占总销售额的 54.44%, 促成了与客户之间更强的合作粘性, 从而在价格谈判中有效传导成本波动, 维持了公司稳定的盈利能力。

图表 20 公司主要客户



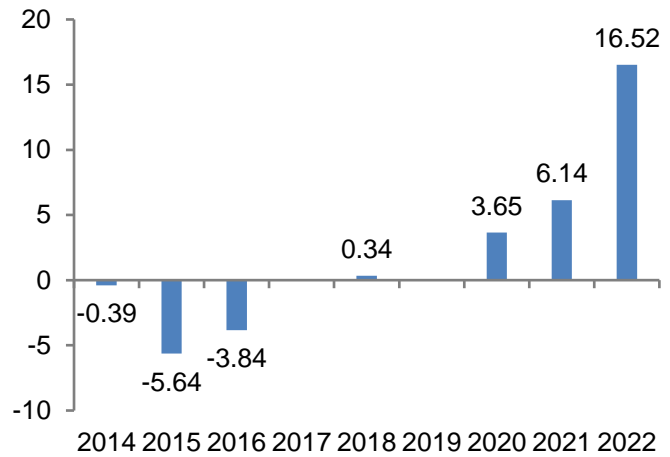
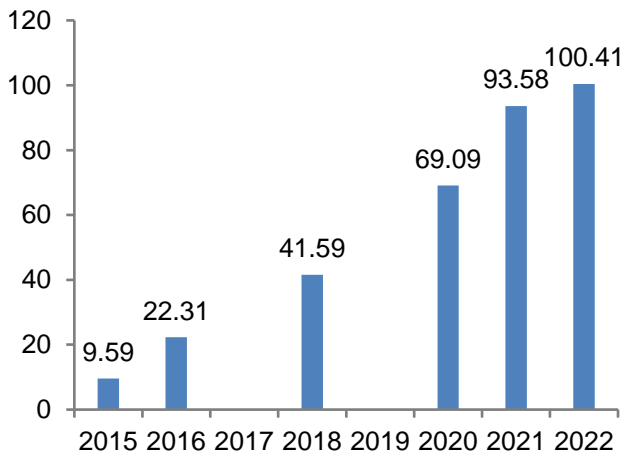
资料来源: 公司《2022 年环境、社会责任和公司治理报告》, 华安证券研究所

3.2 汽车行业高速发展趋势助力下游需求加速释放

十年磨一剑, 汽车板业绩逐步释放。2022 年公司汽车用钢销量为 290 万吨, 占公司品种钢销量的 18.3%, 是品种钢销量之首。其中子公司 VAMA 汽车板公司汽车板销量 92.55 万吨。子公司抓住中国汽车行业高速发展机遇, 2022 年实现营业收入 100.41 亿元 (同比+7.3%), 实现净利润 16.52 亿元 (同比+168.99%), 营业收入和净利润均创历

创新高。

图表 21 2015-2022 年 VAMA 汽车板公司营业收入(亿元) 图表 22 2014-2022 年 VAMA 汽车板公司净利润(亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

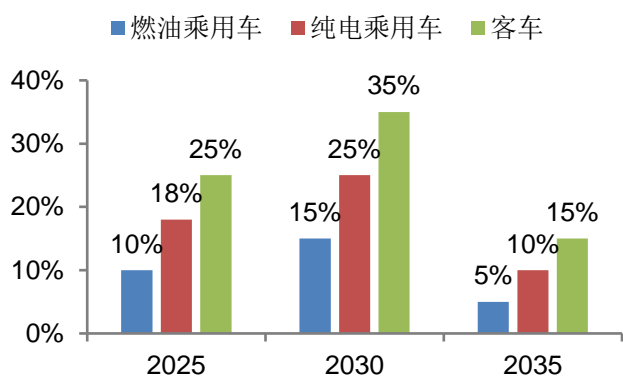
图表 23 VAMA 汽车钢材系列分类

钢材系列分类	钢种
低碳/超低碳钢	VAMA 01, VAMA 02, VAMA 03, VAMA 04, VAMA 05, VAMA 06, VAMA 07
高强度无间隙原子钢	180IFHS, 220IFHS, 260IFHS, 300IFHS
烘烤硬化钢	180BH, 195BH, 220BH, 260BH
高强度低合金钢	HSLA260, HSLA300, HSLA340, HSLA380, HSLA420, HSLA460
双相钢/复相钢	DP450, DP600, DP780, DP980, DP1180, CP1000
热冲压成形钢	Usibor®1500, Usibor®2000, Ductibor®450, Ductibor®500, Ductibor®1000, 22MnB5

资料来源: VAMA 汽车板公司官网, 华安证券研究所

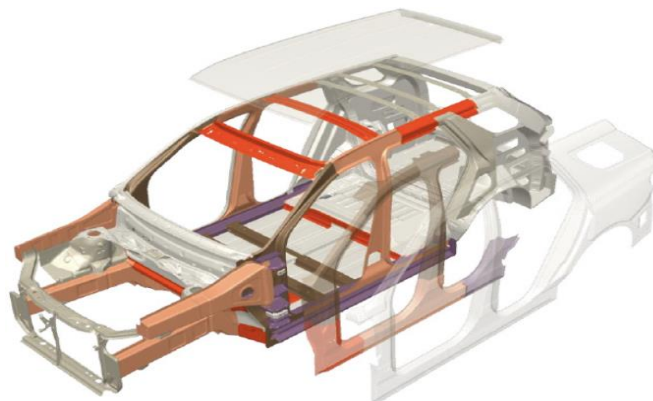
轻量化汽车板需求迎来爆发。随着汽车产业高速发展, 由于对燃油效率、安全性和环境保护的关注, 汽车制造商一直在努力减轻汽车车身的重量。VAMA 专注于为中国汽车行业提供顶级技术支持和最先进的全套汽车用钢解决方案。VAMA 已经开发出 S-in motion®纯电动 SUV 车身轻量化方案, 针对特定的车辆结构部件(如地板、座椅横梁、中通道、B 柱等)进行了改良和优化, 并进行了人体仿生学测试。该方案在考虑到额外的电动驱动系统、电池模块以及满足市场上最严格的碰撞测试标准等因素后, 实现了 S-in motion®纯电动 SUV 白车身的净重量仅为 394 公斤。

图表 24 汽车轻量化系数仍有较大下降空间



资料来源：中国汽车工程学会，华安证券研究所

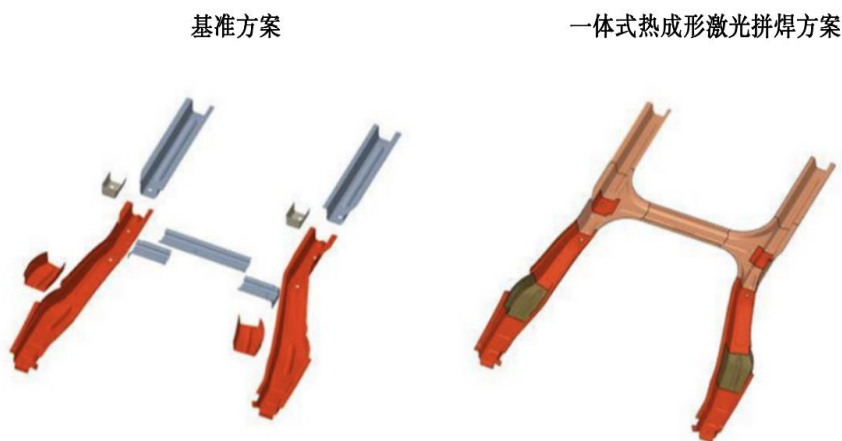
图表 25 S-in motion®纯电动 SUV 白车身高强钢应用



资料来源：VAMA 汽车板公司官网，华安证券研究所

一体式后车体骨架：重构下车体制造模式。在电动化和低碳减排的汽车行业转变下，多零件集成已成为轻量化车身的发展趋势。公司激光拼焊一体式后车体骨架方案将传统车身下车体后半段的 11 个零件，包括后纵梁和后横梁等，整合成一块大型激光拼焊板。方案全部采用铝硅镀层热成形钢 Usibor®和 Ductibor®，通过材料厚度和规格的定制化设计，零部件的综合性能达到最优，重量也从基准 11 个零件的 14.45kg 降低至单一零件的 13.05kg，减重近 10%。通过布料优化设计，一体式后车体骨架的材料利用率提升到 86%，相比集成前的 74%，单车可节省 4.3kg 材料。通过大量应用 VAMA 最新的第二代铝硅镀层热成形钢 Usibor®2000 和 Ductibor®1000，以高强度和高韧性的结合极大地保障了下车体的安全性能。其中，后纵梁的前段采用了最高强度可达 2000MPa 的 Usibor®2000，有效防止外力侵入乘员舱；而后段则使用 Ductibor®1000，形成了一个溃缩区域，增强了在碰撞中的吸能效果。

图表 26 一体式热成形激光拼焊方案应用：H 梁



资料来源：VAMA 汽车板公司官网，华安证券研究所

3.3 硅钢产业：迎接新能源时代的蓬勃发展

硅钢被誉为钢铁行业“皇冠上的明珠”。硅钢是一种含硅量为 0.5%~4.5%的极低碳硅

铁合金材料，具有导磁率高、矫顽力低、电阻系数大等特性。具有技术难度高、前期投入大等特点，对全工艺流程的管控要求极为严格。一旦最终产品无法通过下游客户的认证，可能会导致钢铁企业的大规模投资无法实现预期的收益。国内仅有少数企业有生产中高牌号硅钢的能力。根据硅钢中晶粒排列方向的不同，冷轧硅钢可以分为无取向硅钢和取向硅钢。

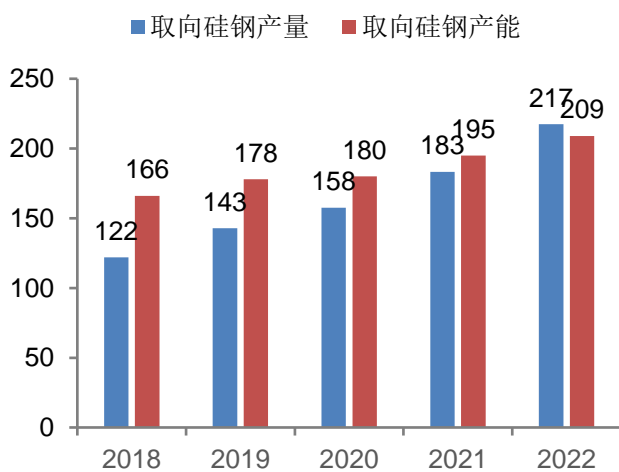
图表 27 硅钢分类及应用

类别		主要用途	
热轧硅钢	热轧低硅钢	家用电机和微电机	
	热轧高硅钢	变压器	
冷轧硅钢	无取向硅钢	电机、发电机	
	取向硅钢	一般取向硅钢 (CGO)	变压器(铁心)的生产、大型电机(风电、水电)
		高磁感取向硅钢 (HiB)	

资料来源：望变电气招股说明书，华安证券研究所

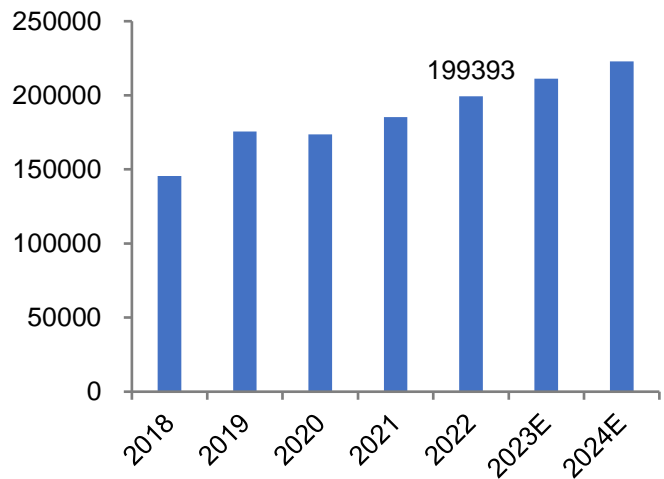
电力能源结构向绿电转型，带动取向硅钢需求释放。2022 年我国取向硅钢产能约为 209 万吨，同比增长 16.11%；取向硅钢产量达 217.4 万吨，同比增长 18.6%，2018 年—2022 年复合增长率达 15.56%。变压器行业是取向硅钢的主要应用领域，主要用于制造变压器铁心和大型电机。取向硅钢的成本占单台变压器成本的约 30%—40%。随着我国智能电网全面建设的推进，城乡配电网络的智能化建设以及新能源电站的建设和电力变压器能效提升等需求的增加，稳定推动了变压器市场的持续增长，2022 年中国变压器产量约为 199393 万千安伏，同比增长 7.55%。下游市场的稳定增长为取向硅钢产业的发展提供了坚实的基础。

图表 28 2018—2022 年取向硅钢产量及产能 (万吨)



资料来源：SMM，华安证券研究所

图表 29 2018-2024 年中国变压器产量预测 (万千安伏)

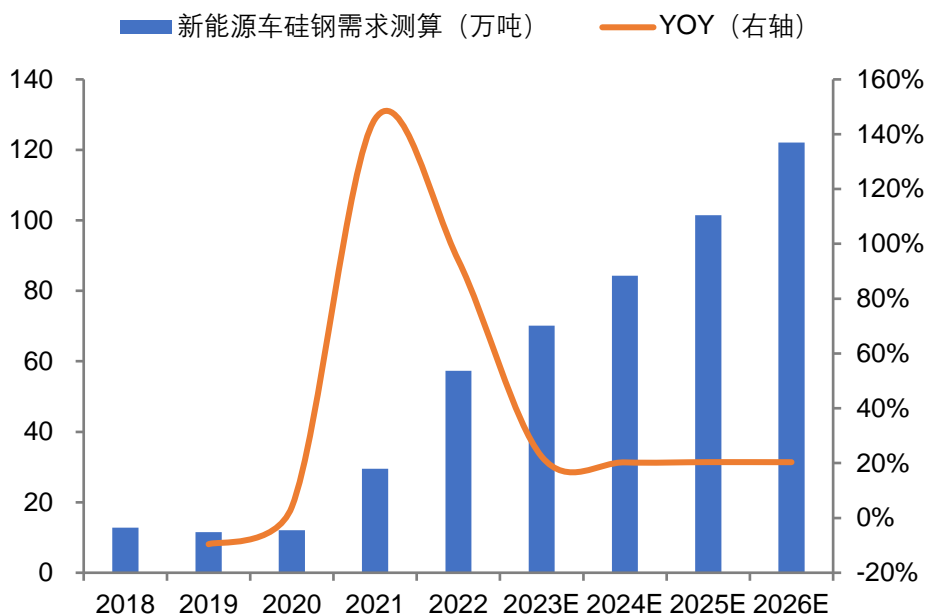


资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

新能源车行业是无取向硅钢主要增长动力。2022 年中国无取向硅钢总产能约 1310 万吨，总产量 1080 万吨，产能利用率 82.7%。分产品来看，中低牌号无取向硅钢产能占比超过无取向硅钢总产能的 70%，基本处于产能过剩状态；而高牌号产品特别是新能源汽车专用的高牌号硅钢供不应求，新能源汽车当前处于快速发展阶段，未来随着新能

源汽车进一步普及，将成为无取向硅钢的主要增量市场。根据《新能源汽车驱动电机用 电工钢用量解析计算及预测方法》中测算每台纯电动乘用车和插电式混合动力乘用车驱 动电机所用电工钢毛重分别约为 60kg 和 57kg，预计 2025 年，我国新能源车硅钢需求 将达 101.46 万吨。2024 年—2025 年国内预计新投产无取向硅钢项目共 7 个，累积产能 约 278 万吨，均为高牌号无取向硅钢产能，其中专门生产新能源高牌号的产能约为 100 万吨，占全部新增产能的 35.97%。

图表 30 新能源车硅钢需求预测 (万吨)



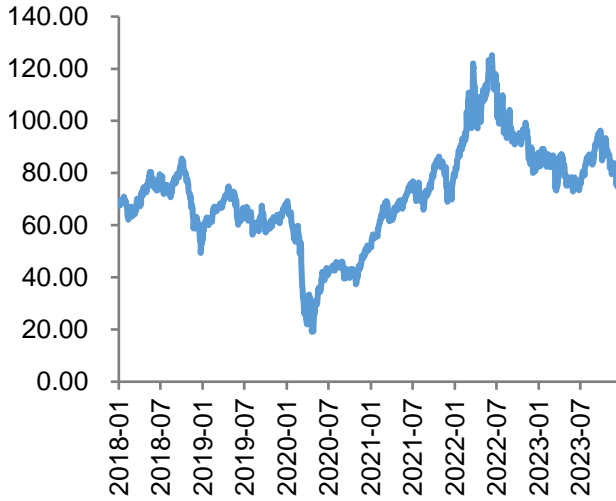
资料来源：华安证券研究所测算，硅钢需求测算方法来自《新能源汽车驱动电机用 电工钢用量 解析计算及预测方法》，新能源车销量过往数据来自 wind，新能源车销量预测数据来自汽车工 业协会、前瞻产业研究院

硅钢项目持续推进，补齐高端钢材品种短板。子公司湖南涟钢电磁材料项目，分两 期四步建设，计划 2026 年全部建成投产。项目一期第一步工程产品包括高牌号无取向 硅钢、高磁感无取向硅钢、新能源汽车驱动用无取向硅钢、高磁感取向硅钢，项目于 2023 年 6 月底投产，达产达效后将实现年产 20 万吨无取向硅钢成品。预计到 2025 年末项目 将全部投产，华菱涟钢将形成年产约 50 万吨硅钢成品产能，其中无取向硅钢成品 40 万 吨、取向硅钢成品 10 万吨。项目将提升公司硅钢产品层次，填补产品结构空白劣势， 建成后涟钢将形成以新能源汽车、家电产品、智能制造等应用领域为主的中部地区最大 的硅钢生产基地。

3.4 油价维持高位，油气用管需求维持景气

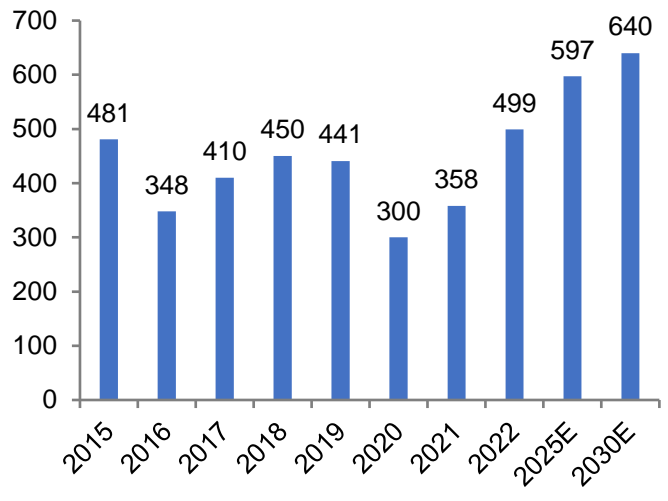
全球油气行业高景气度提振油气钢管需求。2022 年初，受俄乌冲突的影响，全球 油气供应出现了较大的扰动，原油价格大幅上涨。2022 年全球油气上游（包括管道和 LNG）资本支出和运营支出合计同比增长 23%，达到 1.13 万亿美元，已经恢复至 2014 年峰值水平的 87%，预计上游投资将保持增长，到 2025 年将达到 1.36 万亿美元，将超 过 2014 年的水平。在能源危机仍未结束、油价及油气公司资本开支持续增长的背景下， 油气行业高景气度有望维持，进而提振油气钢管需求。

图表 31 2018 年至今布伦特原油价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

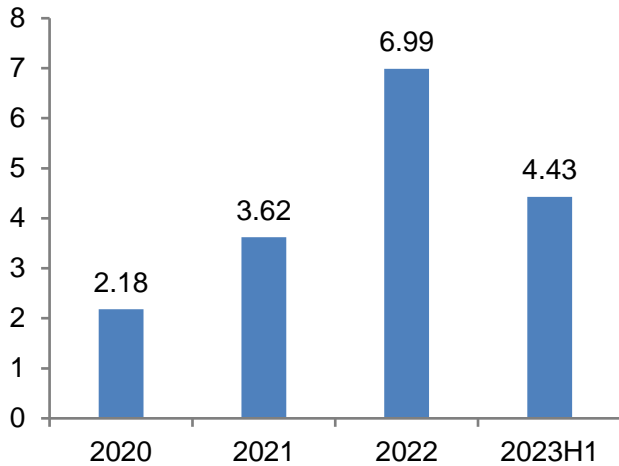
图表 32 全球油气资本开支情况 (十亿美元)



资料来源: IEF, 华安证券研究所

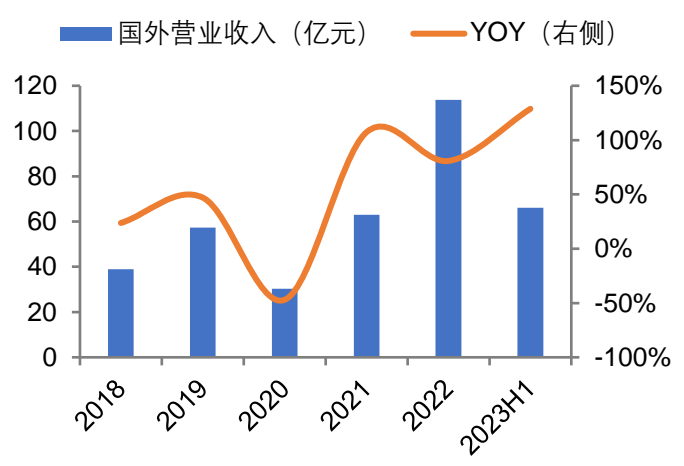
海外需求激增, 油气钢管产品迎来广阔机遇。2023 年上半年公司能源与油气用钢销量 140 万吨, 占公司品种钢销量的 16.4%。公司产品供应世界多个油气大型项目, 2023 年上半年公司参与的油气重点项目包括神华宁煤煤制油项目、俄罗斯亚马尔项目、荔湾深海石油项目, 同时, 公司特殊扣套管产品服役我国首口设计 9186 米的最深油井、助推我国超深层油气勘探开发跻身世界前列。2023 年上半年, 子公司华菱衡钢把握油气开采景气度提升的机遇, 积极开拓海内外油气钢管业务; 华菱衡钢 23H1 出口钢管 27.63 万吨, 同比增长 53.59%, 实现营业收入 72.72 亿元, 同比增长 10.62%, 实现净利润 4.43 亿元, 同比增长 88.72%。

图表 33 华菱衡钢 2022—2023H1 净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 34 2018-2023H1 公司国外营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4 盈利预测和估值探讨

销量方面: 1) 板材业务: 板材需求稳定增长, 公司新建硅钢项目将于 2025 年投产, 投产后形成 10 万吨取向硅钢、40 万吨无取向硅钢产能, 假设 2023-2025 年公司板材销量分别为 1420/1440/1460 万吨/年。2) 长材业务: 2023 年长材销量受地产需求下降影响, 预计未来房地产长材需求将稳步恢复, 假设 2023-2025 年公司长材销量分别为 1050/1055/1060 万吨/年。3) 钢管业务: 油气领域高景气度有望维持, 公司钢管出口量维持高位, 假设 2023-2025 年公司钢管销量维持在 180 万吨/年。

价格方面: 1) 板材: VAMA 汽车板二期项目和硅钢项目投产有望提升板材业务单价, 预计 2023-2025 年公司板材销售价格涨幅为 1%、2%、2%。2) 长材: 地产行业仍处于出清阶段, 对长材价格形成压制, 预计 2023-2025 年公司长材销售价格涨幅为 -5%、1%、1%。3) 钢材: 油气行业维持高景气度, 但增长速度逐年放缓, 预计 2023-2025 年公司钢管销售价格维持 7759 元/吨。

图表 35 公司收入预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
板材	销量 (万吨)	1,370	1,416	1,420	1,440	1,460
	均价 (元/吨)	5,906	5,738	5,796	5,912	6,030
	收入 (百万元)	80,917	81,256	82,300	85,129	88,037
	毛利率 (%)	16.8%	14.6%	15.0%	16.0%	18.0%
长材	销量 (万吨)	1,041	1,062	1,050	1,055	1,060
	均价 (元/吨)	4,800	4,306	4,091	4,132	4,173
	收入 (百万元)	49,968	45,733	42,955	43,592	44,236
	毛利率 (%)	10.2%	5.9%	5.5%	6.0%	6.5%
钢管	销量 (万吨)	164	177	180	180	180
	均价 (元/吨)	7,214	7,606	7,759	7,759	7,759
	收入 (百万元)	11,831	13,463	13,965	13,965	13,965
	毛利率 (%)	10.7%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	营业收入 (百万元)	28,859	28,184	28,184	28,184	28,184

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

我们选取 SW 板材板块市值 200 亿元以上且 2022 年经营净利润为正的企业作为可比公司, 华菱钢铁业绩稳健, 估值低于行业内可比公司。公司作为钢铁行业领先企业, 积极推进产品结构化升级, “普转特” 提升公司盈利能力。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 63.4/72.0/89.6 亿元, 对应 PE 分别为 5.37/4.72/3.80 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 36 可比公司估值

公司	股价	市值 (亿元)	EPS				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
华菱钢铁	4.92	339.90	0.92	0.92	1.04	1.30	5.09	5.37	4.72	3.80
宝钢股份	5.67	1254.20	0.55	0.51	0.62	0.69	10.21	11.05	9.17	8.17
南钢股份	3.48	214.55	0.35	0.37	0.44	0.51	8.99	9.44	7.96	6.89
首钢股份	3.05	237.74	0.14	0.17	0.21	0.26	26.22	17.67	14.34	11.95
河钢股份	1.99	205.71	0.13	0.16	0.19	0.21	16.75	12.44	10.47	9.48
鞍钢股份	2.25	195.68	0.02	0.09	0.22	0.29	160.94	25.00	10.23	7.89

资料来源: Wind, 华安证券研究所; 注: 股价截至 2024/1/23 收盘, 华菱钢铁为模型预测值, 其余为一致预期均值。

风险提示:

铁矿石、焦煤和焦炭价格大幅波动: 钢铁行业上游原料铁矿或焦煤、焦炭价格波动将直接影响公司成本, 若原料价格大幅上涨, 将对公司利润造成不利影响;

钢材需求不及预期: 若地产等下游行业弱复苏, 钢铁需求减弱, 将导致公司销售下滑, 进一步影响公司经营业绩;

新项目建设不及预期: 硅钢二期项目预计 2025 年建设完成, 项目投产后将形成 10 万吨取向硅钢、40 万吨无取向硅钢产能, 若项目建设不及预期, 将对公司业绩产生不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	58334	61421	68522	78320	营业收入	168637	167406	170870	174423
现金	11159	11043	18314	27609	营业成本	150885	149072	151008	152075
应收账款	4513	4281	4407	4516	营业税金及附加	666	787	769	785
其他应收款	117	185	183	178	销售费用	461	586	683	698
预付账款	3800	3552	3626	3673	管理费用	1765	2009	2050	2093
存货	12262	12493	12340	12523	财务费用	-18	281	357	204
其他流动资产	26482	29868	29653	29821	资产减值损失	-88	0	0	0
非流动资产	61356	64282	67740	70991	公允价值变动收益	-68	0	0	0
长期投资	726	872	1032	1194	投资净收益	147	147	147	147
固定资产	49493	51121	53317	56025	营业利润	8714	8617	9812	12240
无形资产	4551	4546	4530	4541	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	6585	7743	8861	9231	营业外支出	44	44	44	92
资产总计	119690	125703	136262	149311	利润总额	8673	8576	9772	12152
流动负债	49997	47899	47781	48040	所得税	999	943	1094	1361
短期借款	4615	4615	4115	3615	净利润	7675	7633	8677	10791
应付账款	10479	9764	9897	10066	少数股东损益	1296	1298	1475	1834
其他流动负债	34904	33520	33769	34359	归属母公司净利润	6379	6335	7202	8956
非流动负债	12100	14247	16247	18247	EBITDA	12013	12378	13763	16069
长期借款	10913	12913	14913	16913	EPS (元)	0.92	0.92	1.04	1.30
其他非流动负债	1187	1334	1334	1334					
负债合计	62097	62146	64028	66287					
少数股东权益	7653	8951	10426	12261					
股本	6909	6909	6909	6909					
资本公积	13979	13906	13906	13906					
留存收益	29052	33791	40993	49950					
归属母公司股东权益	49939	54605	61807	70764					
负债和股东权益	119690	125703	136262	149311					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	9457	7991	13449	15458	成长能力				
净利润	7675	7633	8677	10791	营业收入	-1.7%	-0.7%	2.1%	2.1%
折旧摊销	3394	3521	3635	3713	营业利润	-27.1%	-1.1%	13.9%	24.7%
财务费用	95	615	688	753	归属于母公司净利	-34.1%	-0.7%	13.7%	24.4%
投资损失	-339	-147	-147	-147	获利能力				
营运资金变动	-1740	-3623	552	257	毛利率 (%)	10.3%	11.0%	11.6%	12.8%
其他经营现金流	9787	11246	8170	10626	净利率 (%)	3.8%	3.8%	4.2%	5.1%
投资活动现金流	-13926	-8308	-6990	-6910	ROE (%)	12.8%	11.6%	11.7%	12.7%
资本支出	-6094	-6341	-6977	-6895	ROIC (%)	10.3%	9.6%	9.8%	10.5%
长期投资	-7758	-146	-160	-162	偿债能力				
其他投资现金流	-74	-1822	147	147	资产负债率 (%)	51.9%	49.4%	47.0%	44.4%
筹资活动现金流	5768	138	812	747	净负债比率 (%)	107.8%	97.8%	88.6%	79.8%
短期借款	-3822	0	-500	-500	流动比率	1.17	1.28	1.43	1.63
长期借款	9790	2000	2000	2000	速动比率	0.52	0.56	0.71	0.91
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	143	-73	0	0	总资产周转率	1.49	1.36	1.30	1.22
其他筹资现金流	-343	-1789	-688	-753	应收账款周转率	38.75	38.07	39.34	39.10
现金净增加额	1535	-117	7271	9296	应付账款周转率	15.80	14.73	15.36	15.24

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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%；
- 卖出一未来 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。