

华菱钢铁(000932.SZ)

优化产品结构，聚焦精益管理，抵御风险能力凸显

买入（首次评级）

当前价格：5.14元
目标价格：6.82元

投资要点：

➤ 产品结构持续优化，不断巩固细分市场领先优势。

公司瞄准工业用钢领域高端化转型方向，持续加大研发投入，2022年公司研发投入64.53亿元，占营业总收入3.84%。公司产品迈向高端化取得显著成绩，宽厚板、热轧板、汽车板等品种钢在细分领域建立起差异化竞争优势。“高附加值、高技术含量、高盈利能力、满足客户终端个性化需求”品种钢销量实现稳步增长并已成为公司主要产品。

➤ 控费降本成效显著，精益管理迈出坚实步伐。

公司成本控制能力不断提升，三费费率持续下降，2023年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.26%、1.11%、0.02%，三费费率保持在低水平。公司资产负债率近年来稳步下降，截至2023年Q3，公司资产负债率为51.79%，2023年前三季度财务费用0.21亿元，相较于2018年财务费用16.79亿元，公司债务结构已大幅优化，控费降本成效显著。

➤ 钢铁行业供需关系改善，钢企利润或将见底迎来修复。

供给侧改革有望取得更显著的成绩，2024年钢铁行业政策控产预期进一步增强。需求端，在中国经济复苏的背景下，基建是经济稳增长的重要支撑，汽车、船舶、家电等用钢领域继续贡献增量，房地产在政策引导下加速筑底，预计2024年钢材消费总量有望企稳。伴随钢铁供需关系的改善以及钢铁产品向高端化，高附加值方向发展等因素，钢企利润或将见底迎来修复。

➤ 盈利预测与投资建议：

作为中南区域龙头钢企，公司在部分细分领域建立起领先优势，在行业盈利底部时期公司仍能保持相对稳定的盈利，已多次验证其抵御风险的能力，叠加国有上市公司考核正在优化完善，公司预计将更加重视提高分红以回报股东，我们认为公司估值水平存在进一步修复的空间。参考公司历史估值，考虑到公司长期绩优低估，且估值有望逐步得到修复，选取2024年7.5倍PE作为公司估值依据。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为59.06/62.8/76.79亿元，对应EPS为0.85/0.91/1.11元/股，按照2024年7.5倍PE，对应目标价6.82元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

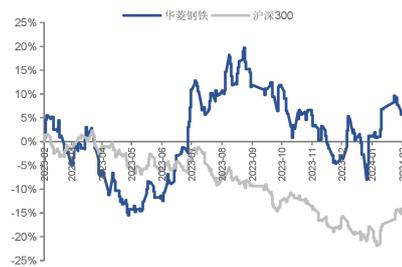
➤ 风险提示

(1) 钢价不及预期；(2) 公司产品结构升级不及预期；(3) 原材料价格成本上涨超预期。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	6909/6909
流通A股市值(百万元)	35510/35510
每股净资产(元)	7.57
资产负债率(%)	51.79
一年内最高/最低(元)	6.43/4.68

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：王保庆 (S0210522090001)
邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	171,176	168,099	163,302	165,727	168,382
增长率	47%	-2%	-3%	1%	2%
净利润(百万元)	9,680	6,379	5,906	6,280	7,679
增长率	51%	-34%	-7%	6%	22%
EPS(元/股)	1.40	0.92	0.85	0.91	1.11
市盈率(P/E)	3.7	5.6	6.0	5.7	4.6
市净率(P/B)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键假设

(1)量: 假设公司继续提升高附加值品种钢的销量占比, 且生产产品均能售出。预计 2023-2025 年板材销量为 1,536/1,568/1,582 万吨, 长材销量为 1,021/1,022/990 万吨, 钢管销量为 194/210/228 万吨。

(2)价: 钢价在供需关系改善的带动下有望企稳, 同时高附加值品种钢销量占比的提升, 进一步支撑产品销售价格。预计 2023-2025 年板材售价为 5,384/5,427/5,545 元/吨, 长材售价 3,860/3,778/3,768 元/吨, 钢管售价为 7,002/6,836/6,891 元/吨。

(3)利: 2023 年原料价格较强挤压钢厂利润, 未来控产预期增强提升钢厂向上议价能力, 下游用钢需求预计企稳增长, 叠加公司产品向高端化, 高附加值方向发展, 整体利润有望迎来修复。预计 2023-2025 年板材毛利率为 13.35%/13.44%/14.37%, 长材毛利率为 4.23%/4.33%/4.86%, 钢管毛利率为 16.81%/18.84%/23.3%。

我们区别于市场的观点

市场担忧钢铁行业供给过剩, 行业盈利继续磨底。我们认为: 钢铁行业正继续深入推进供给侧结构性改革, 巩固化解产能过剩的成果, 2023 年粗钢产量同比持平显示出控产决心; 在中国经济复苏的背景下, 汽车、船舶、家电等制造用钢领域将继续贡献增量, 在政策支持引导下房地产加速筑底, 基建大力发展, 根据我们测算结果, 2024 年钢材消费量有望企稳。伴随钢铁供需关系的改善以及钢铁产品向高端化, 高附加值方向发展等因素, 钢企利润或将见底迎来修复。

市场担忧若钢铁行业尚未走出盈利底部, 公司盈利持续承压。我们认为: 公司作为行业营收及净利处于头部的企业, 已多次验证了其抵御风险的能力。从短期看, 公司产品品类齐全, 能够根据市场需求和盈利情况变化, 在工业用板材和建筑用长材以及其他细分品种间进行柔性生产切换。从长期来看, 公司正持续推动产品结构优化, 巩固扩大细分领域的领先优势, 提升高附加值的品种钢销售占比, 支撑公司的盈利增长。

股价上涨的催化因素

(1) 钢铁产品价格上涨超预期; (2) 铁矿石等原料价格下跌超预期。

估值和目标价格

公司估值长期处于较低水平, 近五年公司 PE-TTM 中位数仅为 5.35 倍, 但估值水平已呈现出逐渐修复的趋势。作为中南区域龙头钢企, 公司在部分细分领域建立起领先优势, 在行业盈利底部时期公司仍能保持相对稳定的盈利, 已多次验证其抵御风险的能力, 叠加国有上市公司考核正在优化完善, 公司预计将更加重视提高分红以回报股东, 我们认为公司估值水平存在进一步修复的空间。参考公司历史估值, 考虑到公司长期绩优低估值, 且估值有望逐步得到修复, 选取 2024 年 7.5 倍 PE 作为公司估值依据。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 59.06/62.8/76.79 亿元, 对应 EPS 为 0.85/0.91/1.11 元/股, 按照 2024 年 7.5 倍 PE, 对应目标价 6.82 元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

投资风险

(1) 钢价不及预期; (2) 公司产品结构升级不及预期; (3) 原材料价格成本上涨超预期。



正文目录

1 中南地区钢铁龙头.....	5
1.1 发展历程.....	5
1.2 股权结构清晰.....	5
1.3 行业利润下行磨底，公司业绩保持稳定.....	6
2 行业层面：钢铁供需关系或迎来改善.....	9
2.1 供给端：供给侧改革持续推进.....	10
2.2 需求端：经济复苏需求逐步释放.....	14
2.3 价格或将企稳，利润有望修复.....	18
3 公司层面：产品结构持续优化，精益管理迈出坚实步伐.....	19
3.1 子公司专业化生产，加大研发聚焦产品高端化.....	19
3.2 瞄准工业用钢领域需求升级，品种钢占比不断提高.....	20
3.3 大幅优化自身债务结构，企业降本成效显著.....	21
3.4 超低排放改造促可持续发展，现金分红稳定股息率较高.....	22
4 盈利预测与投资建议.....	22
4.1 盈利预测.....	22
4.2 投资建议.....	23
5 风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构图.....	6
图表 3: 公司主营业务.....	6
图表 4: 2022 年公司营收规模趋稳.....	7
图表 5: 2022 年公司归母净利润承压.....	7
图表 6: 公司钢材产量稳中有升.....	7
图表 7: 公司钢材销量平稳上升.....	7
图表 8: 公司产销率维持高位.....	7
图表 9: 公司钢材库存保持较低水平.....	7
图表 10: 公司营业收入结构.....	8
图表 11: 公司毛利结构.....	8
图表 12: 2023 年 H1 各产品销量 (万吨).....	8
图表 13: 2022 年产品下游销量占比 (%).....	8
图表 14: 板材、线材、棒材的生产过程.....	9
图表 15: 无缝钢管的生产过程.....	9
图表 16: 中国炼钢工艺生产使用情况.....	10
图表 17: 全球炼钢工艺生产使用情况.....	10
图表 18: 2022 年全球粗钢产量分布.....	10
图表 19: 印度粗钢产量持续增长.....	10
图表 20: 粗钢产量在 2020 年达到峰值后企稳.....	11
图表 21: 年内粗钢累计产量同比持平.....	11
图表 22: 2023 年钢材出口数量反弹.....	11
图表 23: 钢材累计出口数量情况.....	11
图表 24: 2023 年钢材出口主要流向的国家.....	12
图表 25: 近年来部分重要的政府文件.....	12
图表 26: 2022 年全国粗钢主要生产企业的生产情况.....	13
图表 27: 自 2020 年起我国钢材消费趋于稳定.....	14
图表 28: 全球主要国家或地区人均钢铁消费量 (kg).....	14
图表 29: 2022 年我国钢铁消费结构.....	15
图表 30: 房屋新开工面积累计值 (亿平方米).....	15
图表 31: 房屋施工面积累计值 (亿平方米).....	15



图表 32:	基建、制造业、房地产投资增长情况	16
图表 33:	能源建设固定资产投资情况	16
图表 34:	基建用钢测算表	16
图表 35:	汽车生产制造情况	16
图表 36:	新能源汽车生产制造情况	16
图表 37:	汽车行业用钢测算表	16
图表 38:	船舶行业用钢测算表	17
图表 39:	家电行业用钢测算表	17
图表 40:	重点行业用钢量测算表	17
图表 41:	铁矿石价格趋势	18
图表 42:	铁矿石主要港口库存(45 港口)	18
图表 43:	焦煤价格趋势	18
图表 44:	炼焦煤库存 (万吨)	18
图表 45:	焦炭价格趋势	19
图表 46:	焦炭库存 (万吨)	19
图表 47:	钢材价格趋势	19
图表 48:	黑色金属行业利润情况	19
图表 49:	部分重要子公司	20
图表 50:	研发团队持续扩大	20
图表 51:	研发投入稳步增长	20
图表 52:	品种钢销量占比稳步增长	21
图表 53:	2023 年 H1 公司品种钢消费领域	21
图表 54:	公司三费率持续下降	21
图表 55:	公司财务费用大幅下降	21
图表 56:	公司分红比例在同业中处于中下游	22
图表 57:	公司股息率在同业中处于前列	22
图表 58:	公司业绩拆分预测表	23
图表 59:	可比公司估值表	23
图表 60:	华菱钢铁历史估值对比	24
图表 61:	近五年公司 PE 中位数为 5.35	24
图表 62:	近五年公司估值呈现抬升趋势	24
图表 63:	钢价敏感性分析表	25
图表 64:	财务预测摘要	26



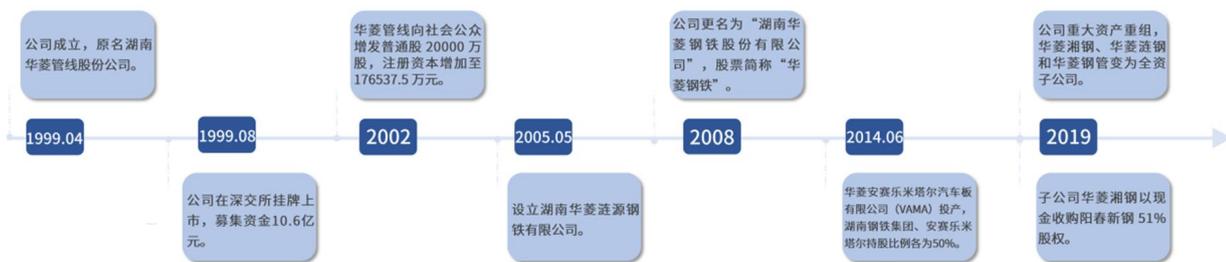
1 中南地区钢铁龙头

1.1 发展历程

湖南华菱钢铁股份有限公司（以下简称“华菱钢铁”）是由湖南钢铁集团的前身——湖南华菱钢铁集团有限责任公司为主发起人，联合长沙矿冶研究院等单位，经湖南省人民政府批准共同发起成立的股份有限公司，于1999年4月成立，1999年8月在深交所上市。公司以冷、热轧超薄板、宽厚板、大小口径齐全的无缝钢管、精品线材等特色产品作为发展重点，目前已形成具有国内外先进装备水平的板、管、线系列产品生产线。

公司拥有多家子公司，其中湘潭钢铁集团有限公司于1998年5月成为华菱集团全资子公司；衡阳华菱钢管有限公司于2000年12月挂牌成立；2005年5月，经资产重组，湖南华菱涟源钢铁有限公司设立；华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司（VAMA）于2014年6月投产，公司注册资本为40.1472亿人民币。其中，湖南钢铁集团持股比例为50%，安赛乐米塔尔持股比例为50%。2019年公司进行重大资产重组，即发行股份购买华菱集团、涟钢集团、衡钢集团及债转股投资者持有华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管的少数股权，并以现金收购华菱节能100%股权。交易完成后，华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管将由上市公司的控股子公司变为全资子公司。

图表 1: 发展历程



数据来源：公司官网、公司公告、华福证券研究所

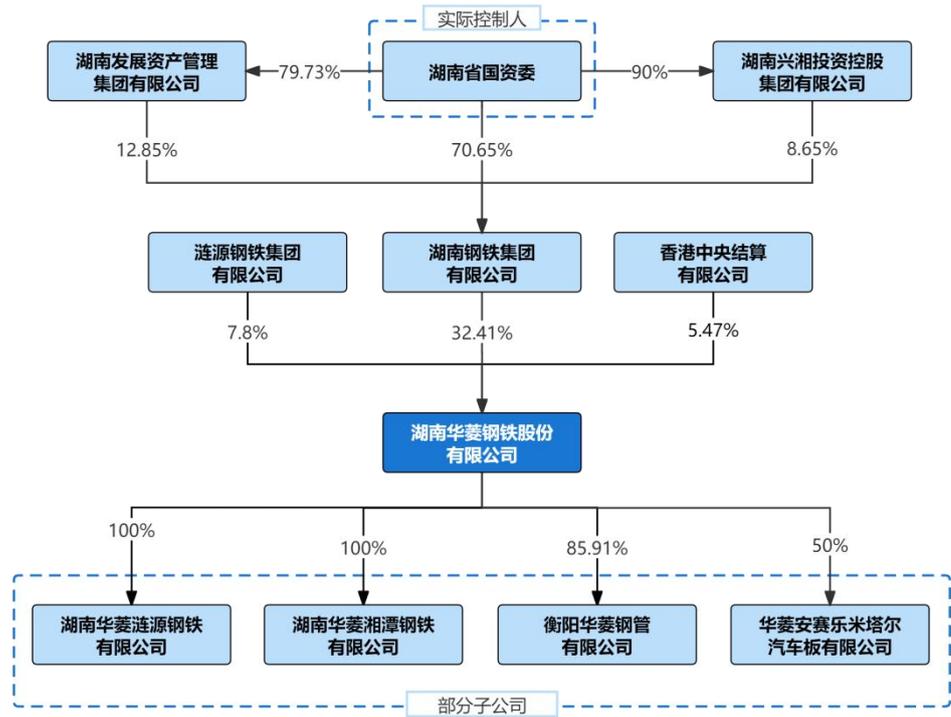
1.2 股权结构清晰

截至公司2022年年报，公司控股股东为湖南钢铁集团有限公司，持有公司32.41%的股权，实际控制人为湖南省国资委，直接持有湖南钢铁集团有限公司70.65%的股权。

华菱钢铁的主要子公司中，华菱湘钢是全球排名靠前的宽厚板制造基地，华菱涟钢拥有世界先进水平的薄板坯连铸连轧生产线（CSP）以及配套的冷连轧和涂镀加工生产线，华菱衡钢在无缝钢管行业制造实力全球排名第五、中国第二，华菱安赛乐米塔尔汽车板公司（简称VAMA）是中国少数能提供全系列汽车用钢产品的企业，独家生产USIBOR1500，Ductibor500等高端产品。华菱各子公司的合理分工和专业化生产能力为先进制造打下了坚实基础。



图表 2: 公司股权结构图



数据来源: 公司公告、同花顺 iFinD、华福证券研究所

公司主营业务为钢材产品的生产和销售, 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, 产品结构齐全、下游覆盖行业广泛。

图表 3: 公司主营业务

产品名称	主要用途
板材产品	涵盖船体结构用钢、海洋平台用钢、油气输送管道用钢、工程机械用高强度钢、桥梁用结构钢、建筑结构用钢、压力容器用钢、汽车用钢等系列, 广泛应用于船舶制造、能源化工装备制造、工程(机械)制造、桥梁(建筑)建造等行业
线材产品	涵盖高碳钢、焊接用钢、冷镦钢、弹簧钢、轮胎用钢、低碳钢、易切削钢、建筑用钢(如螺纹钢)等系列, 广泛应用于金属制品、轮胎制造、汽车制造、机械制造、桥梁(建筑)建造等行业, 与棒材产品合称长材
棒材产品	涵盖碳结钢、合结钢、齿轮钢、轴承钢、非调质钢、建筑用钢等系列, 广泛应用于制作汽车、船舶等各类机械零部件及桥梁、建筑、设备等行业, 与线材产品合称长材
无缝钢管	广泛应用于油气、工程机械、油服机械加工、火力发电、核电等行业

数据来源: 2020 年公开发行可转换公司债券募集说明书、华福证券研究所

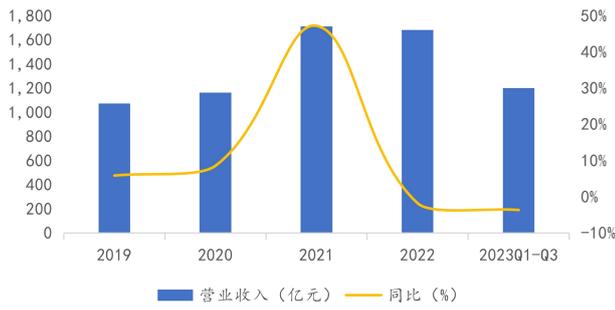
1.3 行业利润下行磨底, 公司业绩保持稳定

2022 年公司营收规模趋稳。2022 全年实现营业总收入 1,686.37 亿元, 同比下降 1.71%; 实现净利润 76.75 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 63.79 亿元, 同比下降 34.1%。受行业景气度影响, 2022 年公司业绩承压, 但整体营收和盈利仍处于行业前列, 在申万一级行业指数(钢铁)的 45 只成份股中, 公司 2022 年总营收排在第二, 归母净利润排在第三。

2023 年, 公司继续保持稳健经营, 前三季度累计营业收入达 1198.42 亿元, 较去年同期下降 3.66%, 前三季度累计归母净利润 41.05 亿元, 较去年同期下降 20%, 降幅已明显收窄。在行业利润下行的背景下, 公司仍然保持了相对稳定的盈利。

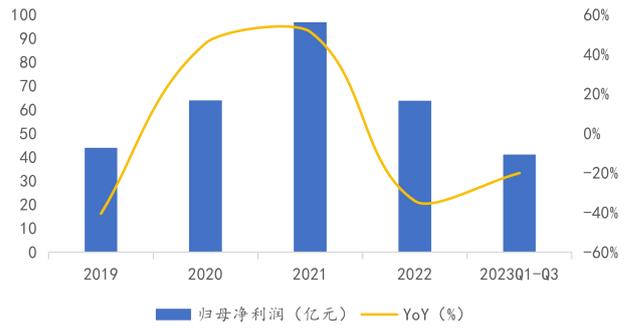


图表 4: 2022 年公司营收规模趋稳



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 5: 2022 年公司归母净利润承压



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

公司钢材产量稳中有升。2022 年钢材产量达 2657 万吨, 同比增长 3.91%。公司实行“以销定产”, 产品销售畅通, 2022 年钢材销量 2655 万吨, 近年来公司产销率维持在 100%附近, 库存保持较低水平。2022 年报告期末, 受市场下游需求及春节假期等因素影响, 钢材库存量有所增加至 81 万吨, 同比+22 万吨。

图表 6: 公司钢材产量稳中有升



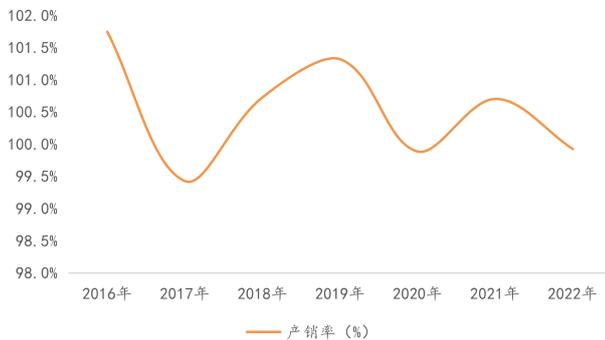
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 7: 公司钢材销量平稳上升



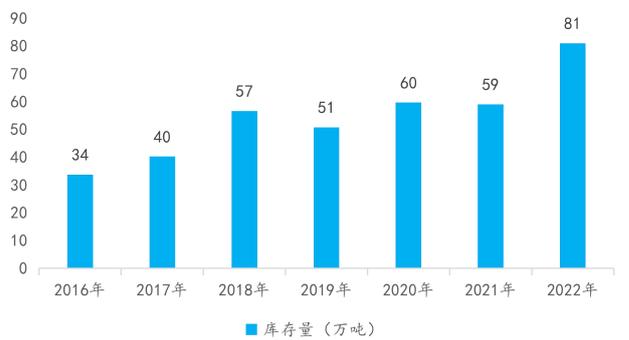
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 8: 公司产销率维持高位



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 9: 公司钢材库存保持较低水平

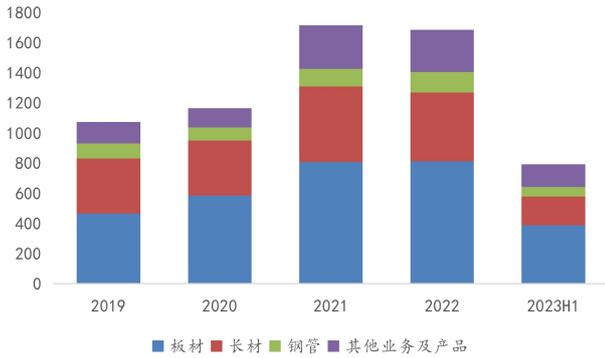


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

分产品看, 板材贡献公司主要营收和毛利。收入部分, 2022 年公司板材、长材、钢管收入分别为 812.56、457.33、134.63 亿元, 分别占总收入的 48.18%、27.12%、7.98%。毛利部分, 2022 年公司板材、长材、钢管毛利分别为 118.3、26.95、18.35 亿元, 分别占总毛利的 66.12%、15.06%、10.26%。截至 2023 年 Q3, 公司板材营收达 386.84 亿元, 占公司营收的 48.8%; 板材毛利 50.79 亿元, 贡献了公司毛利的 68.88%。

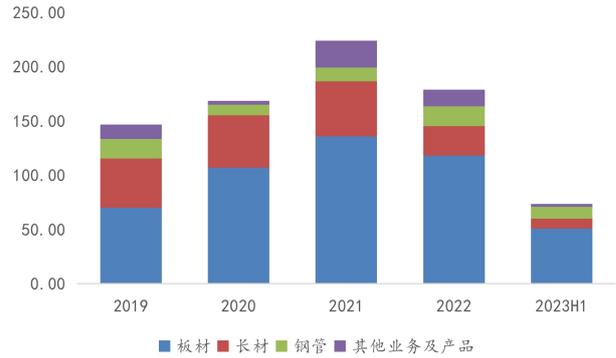


图表 10: 公司营业收入结构



数据来源: 公司公告、Wind、华福证券研究所

图表 11: 公司毛利结构

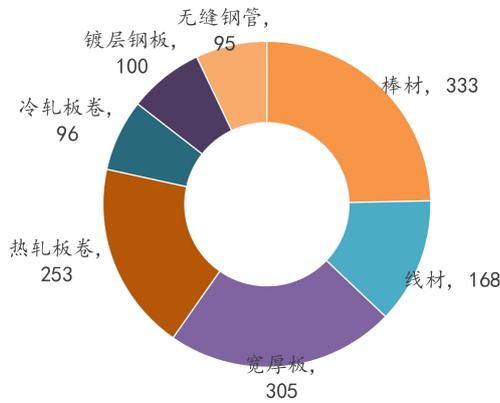


数据来源: 公司公告、Wind、华福证券研究所

贡献主要利润的板材, 其销量占比持续提升。2022 年公司销售板材(宽厚板+热冷板卷+镀层钢板)1416 万吨、长材(线材+棒材)1062 万吨、无缝钢管 177 万吨, 分别占总销量的 53.33%、40%、6.67%。截至 2023 年 H1, 公司销售板材 754 万吨, 销量占比为 55.85%; 销售长材 501 万吨, 占比 37.11%; 销售无缝钢管 95 万吨, 占比 7.04%。

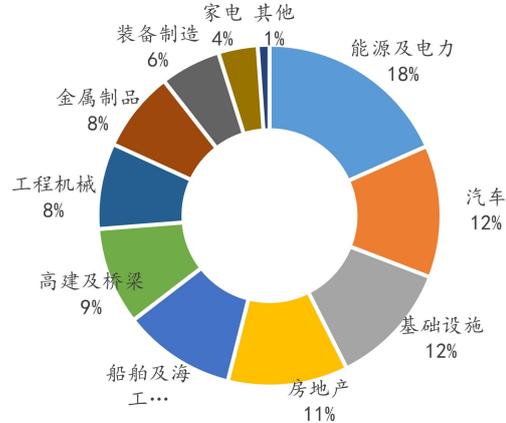
2022 年, 在各下游领域销量占比中, 能源及动力占比 18%, 汽车、基础设施均占比 12%, 船舶及海工、房地产均占比 11%, 其他领域还有高建桥梁(9%)、工程机械(8%)、金属制品(8%)、装备制造(6%)、家电(4%)以及其他(1%)。

图表 12: 2023 年 H1 各产品销量(万吨)



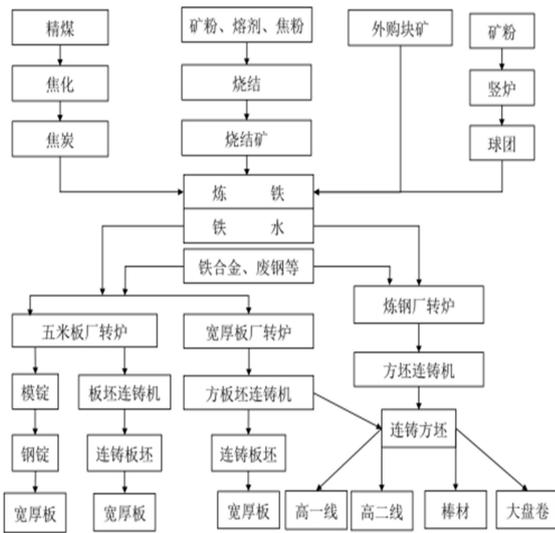
数据来源: 2023 年公司半年报、华福证券研究所

图表 13: 2022 年产品下游销量占比 (%)



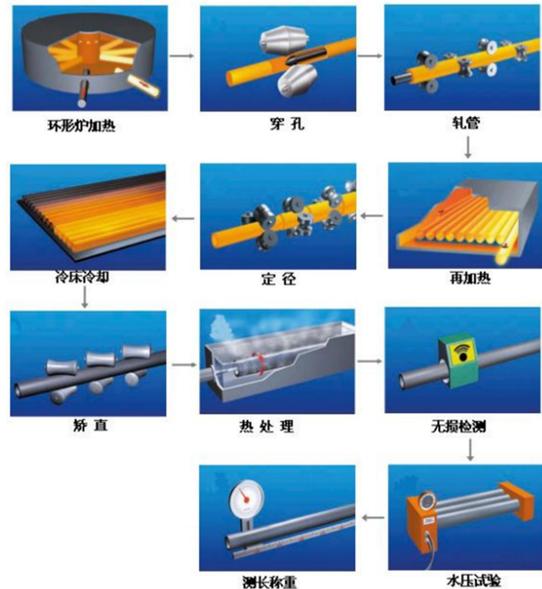
数据来源: 2022 年公司年报、华福证券研究所

图表 14: 板材、线材、棒材的生产过程



数据来源: 2020 年公开发行可转换公司债券募集说明书、华福证券研究所

图表 15: 无缝钢管的生产过程



数据来源: 2020 年公开发行可转换公司债券募集说明书、华福证券研究所

2 行业层面: 钢铁供需关系或迎来改善

钢铁工业是我国国民经济发展不可替代的基础原材料产业，是建设现代化强国不可或缺的重要支撑。钢铁是钢和生铁的统称。国家标准《钢分类》（GB/T 13304.1-2008）指出，钢是以铁为主要元素、含碳量一般在 2% 以下，并含有其他元素的材料。因此钢又被称为铁碳合金，为了保证其韧性和塑性，含碳量一般不超过 1.7%。钢的其他元素还有硅、锰、硫、磷等。钢铁材料是工业中用途最广，用量最大的金属材料。

钢铁根据性质可以划分为普钢和特钢。

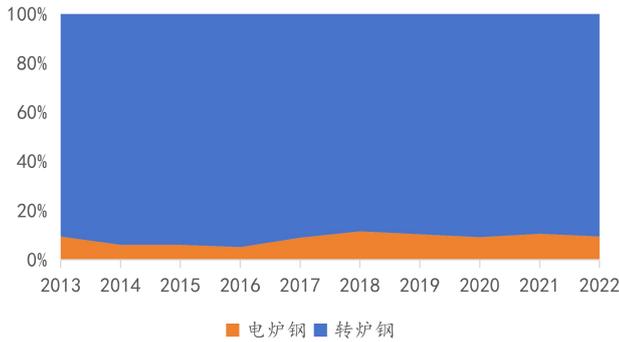
普钢是一种硫、磷含量分别在 0.035%~0.05%、碳含量在 0.06%~0.38% 范围内的碳素结构钢经塑性加工生产的合格产品。这类钢材塑性好，金属的变形抗力低，生产中能量消耗少，质量易于控制，工艺简单，一般不经热处理直接使用。普钢从物理形状区分，可以分为板材和长材两类，其中板材包括热轧、冷轧和中厚板，长材包括螺纹和线材。

特钢以普钢为原材料进一步合金化、精密加工而成，特钢产品主要用于汽车、机械制造、石化和航天军工等，是衡量一个国家能否成为钢铁强国的重要标志。

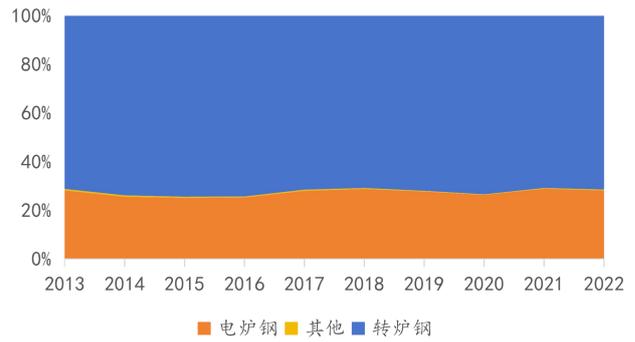
钢铁冶炼工艺: 我国以长流程炼钢为主

在全球普遍采用两种主要炼钢工艺: 长流程炼钢(高炉-转炉)和短流程炼钢(电弧炉)。2022 年全球高炉-转炉炼钢占比 71.58%，电炉炼钢占比 28.2%，平炉及其他炼钢占比 0.4%。我国钢铁工业以高炉-转炉长流程生产为主，2022 年全国高炉-转炉占比 90.5%，电炉炼钢 9.5%，与国际相比我国电炉炼钢还存有较大空间。

高炉-转炉长流程炼钢是通过将铁矿石还原得到铁，也称为铁水或生铁，之后在氧气顶吹转炉将铁水冶炼成钢，在铸造和轧制后，钢水就加工成钢卷、钢板、型材或棒材等可交付的成品。电弧炉短流程炼钢是通过电弧将废钢熔化，再经过铸造和轧制后得到相应钢材。


图表 16: 中国炼钢工艺生产使用情况


数据来源: 世界钢铁协会、华福证券研究所

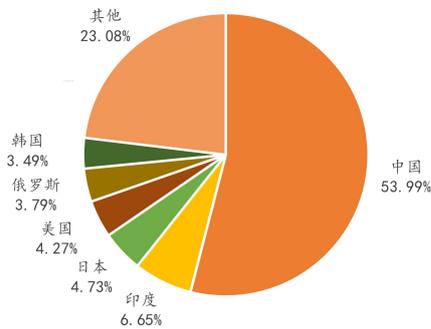
图表 17: 全球炼钢工艺生产使用情况


数据来源: 轧钢之家微信公众号、华福证券研究所

2.1 供给端: 供给侧改革持续推进

中国是全球最大的粗钢生产国家, 供给侧改革持续推进控制钢铁产能

从世界粗钢产量分布看, 中国是全球最大的粗钢生产国家。2022 年全球粗钢产量 18.85 亿吨, 中国粗钢产量 10.18 亿吨, 占比 53.99%, 粗钢产量大幅领先于其他国家, 其他主要钢铁生产国家包括印度 (6.65%)、日本 (4.73%)、美国 (4.27%)、俄罗斯 (3.79%) 和韩国 (3.49%)。近年来, 印度钢铁产业发展迅速, 粗钢产量持续增长为全球粗钢供给贡献重要增量。

图表 18: 2022 年全球粗钢产量分布


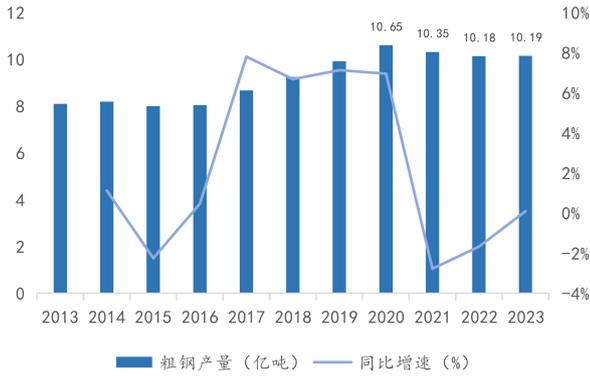
数据来源: 世界钢铁协会、华福证券研究所

图表 19: 印度粗钢产量持续增长


数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

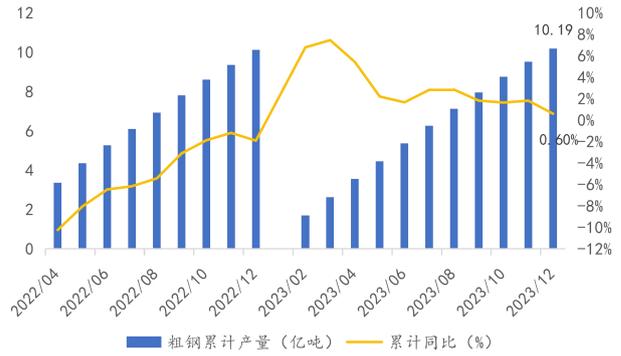
粗钢产量自 2020 年达到峰值 10.65 亿吨, 之后产量进入平台期连续两年略有下降。2023 年粗钢累计产量达 10.19 亿吨, 与去年产量基本持平。

图表 20: 粗钢产量在 2020 年达到峰值后企稳



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 21: 年内粗钢累计产量同比持平

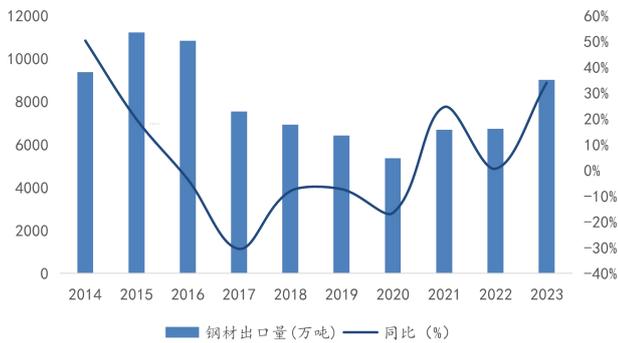


数据来源: Wind、华福证券研究所

钢材出口数量反弹, 但未来大量出口不可持续

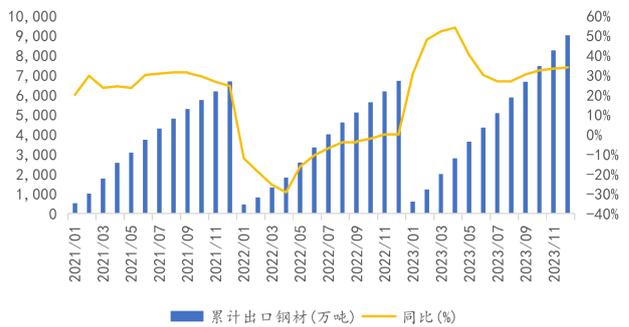
作为钢铁生产大国, 我国产量能够满足国内需要, 自 2006 年起我国即处于钢材净出口状态并持续至今, 出口数量在 2015 年达到 1.1 亿吨顶峰后开始下行。2022 年我国钢材出口 6,732 万吨, 进口 1,057 万吨, 净出口规模达 5,675 万吨。2023 年, 我国钢材出口数量有较大幅度增长, 缓解了国内因产量增长和需求相对不足造成的钢铁供需失衡。2023 年全年累计出口钢材 9026 万吨, 同比增长 34.08%, 进口钢材 765 万吨, 同比下降 27.63%, 累计净出口钢材 8261 万吨。

图表 22: 2023 年钢材出口数量反弹



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 23: 钢材累计出口数量情况

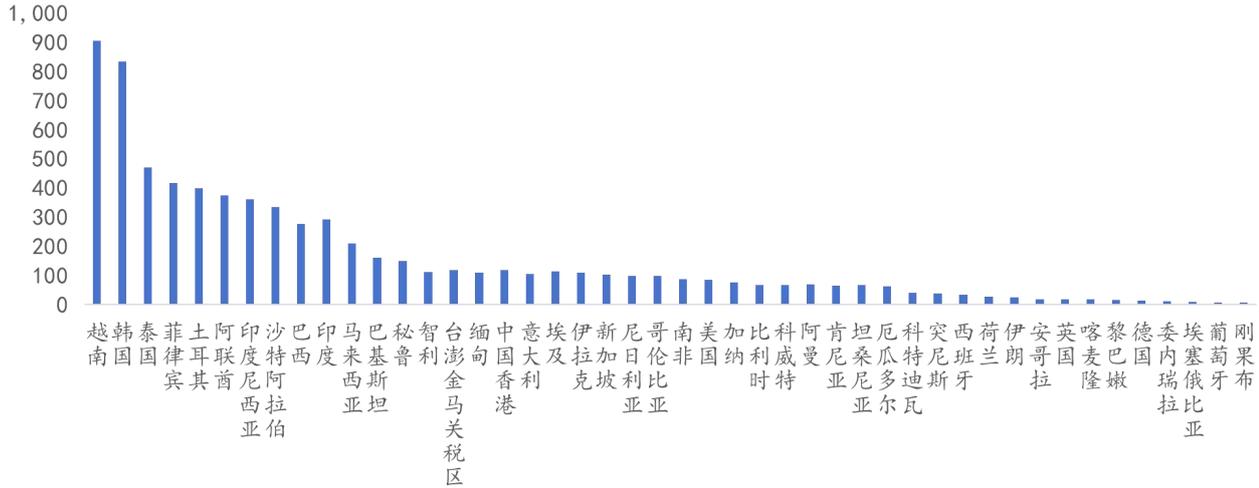


数据来源: Wind、华福证券研究所

亚太地区是我国钢材出口的流向。2023 年, 我国钢材主要向越南、韩国、泰国等国家进行出口, 其中钢材出口至越南 906.34 万吨, 同比增长 66.28%; 出口至韩国 834.96 万吨, 同比增长 30.65%, 出口至泰国 470.65 万吨, 同比增长 22.51%。



图表 24: 2023 年钢材出口主要流向的国家



数据来源: Wind、华福证券研究所

展望 2024 年,我们认为在 (1) 海外经济复苏存在不确定性因素,海外钢需恢复或不及预期; (2) 国内双碳目标实现在即,环保压力增大,控产趋严; (3) 国际关系日益复杂,贸易环境扰动等情形下,我国生产的钢材仍将以满足国内需求为主,大量出口或不可持续。

供给格局的变化

“十三五”时期,我国钢铁工业深入推进供给侧结构性改革,化解过剩产能取得显著成效。“十四五”时期,我国钢铁工业仍然存在产能过剩压力大、产业安全保障能力不足、绿色低碳发展水平有待提升、产业集中度偏低等问题。

目前钢铁行业正继续深化供给侧结构性改革,加快推进钢铁工业质量变革、效率变革、动力变革,保障产业链供应链安全稳定,促进质量效益全面提升。

图表 25: 近年来部分重要的政府文件

政策文件	发布时间	摘要
“十四五”时期:		
关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见 (工信部联原〔2022〕6号)	2022	力争到 2025 年,钢铁工业基本形成布局结构合理、资源供应稳定、技术装备先进、质量品牌突出、智能化水平高、全球竞争力强、绿色低碳可持续的高质量发展格局。 行业研发投入强度力争达到 1.5%,关键工序数控化率达到 80%左右。电炉钢产量占粗钢总产量比例提升至 15%以上。80%以上钢铁产能完成超低排放改造。钢铁工业利用废钢资源量达到 3 亿吨以上。严禁新增钢铁产能。严防“地条钢”死灰复燃和已化解过剩产能复产。
工业和信息化部 国家发展改革委 生态环境部关于印发工业领域碳达峰实施方案的通知 (工信部联节〔2022〕88号)	2022	到 2025 年,短流程炼钢占比达 15%以上。到 2030 年,短流程炼钢占比达 20%以上。
关于发布《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022 年版)》的通知 (发改产业〔2022〕200号)	2022	到 2025 年,钢铁行业炼铁、炼钢工序能效标杆水平以上产能比例达到 30%,能效基准水平以下产能基本清零。
国家发展改革委关于钢铁冶炼项目备案管理的意见 (发改产业〔2021〕594号)	2021	钢铁冶炼项目备案前,必须按规定实施产能置换。鼓励钢铁冶炼项目建设依托具备条件的现有钢铁冶炼生产厂区集聚发展。
工业和信息化部关于印发钢铁行业产能置换实施办法的通知 (工信部原〔2021〕46号)	2021	钢铁企业建设冶炼项目须按程序公示公告产能置换方案。



“十三五”时期:		
关于推进实施钢铁行业超低排放的意见 (环大气〔2019〕35号)	2019	到 2025 年底前,重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成,全国力争 80%以上产能完成改造。严格新改扩建项目环境准入。严禁新增钢铁冶炼产能,新改扩建(含搬迁)钢铁项目要严格执行产能置换实施办法。鼓励重点区域高炉-转炉长流程企业转型为电炉短流程企业。严防“地条钢”死灰复燃。
关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知 (发改运行〔2018〕554号)	2018	2018 年退出粗钢产能 3000 万吨左右,基本完成“十三五”期间压减粗钢产能 1.5 亿吨的上限目标任务。
关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见 (发改运行〔2017〕691号)	2017	严查 400 立方米及以下的炼铁高炉(符合《铸造用生铁企业认定规范条件》的铸造高炉除外)、30 吨及以下炼钢转炉、30 吨及以下炼钢电炉(高合金电弧炉除外)等落后产能。2017 年 6 月底前依法彻底取缔“地条钢”产能。
钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)	2017	到 2020 年,钢铁工业供给侧结构性改革取得重大进展,实现全行业根本性脱困。力争到 2025 年,钢铁工业供给侧结构性改革取得显著成效,自主创新水平明显提高,有效供给水平显著提升,形成组织结构优化、区域分布合理、技术先进、质量品牌突出、经济效益好、竞争力强的发展态势,实现我国钢铁工业由大到强的历史性跨越。 依法依规去产能。2016 年全面关停并拆除 400 立方米及以下炼铁高炉(符合《铸造生铁用企业认定规范条件》的铸造高炉除外),30 吨及以下炼钢转炉、30 吨及以下电炉(高合金电炉除外)等落后生产设备。全面取缔生产“地条钢”的中频炉、工频炉产能。
关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见 (国发〔2016〕6号)	2016	从 2016 年开始,用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨,行业兼并重组取得实质性进展,产业结构得到优化,资源利用效率明显提高,产能利用率趋于合理,产品质量和高端产品供给能力显著提升,企业经济效益好转,市场预期明显向好。 各地区、各部门不得以任何名义、任何方式备案新增产能的钢铁项目,各相关部门和机构不得办理土地供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务。严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策,达不到标准要求的钢铁产能要依法依规退出。

数据来源:政府网站、华福证券研究所

供给侧结构性改革推动市场落后产能出清,产能置换政策推动结构优化,钢铁产能增长得到有效控制,展望 2024 年,控产政策有望收紧,行业产量过剩逐步缓解,粗钢产量见顶企稳,预计较 2023 年略有下降。

钢铁行业进入整合加速期。据世界钢铁协会统计,2022 年全国钢材产量排在前四名的分别是中国宝武钢铁集团(131.84 百万吨)、鞍钢集团(55.65 百万吨)、沙钢集团(41.45 百万吨)、河钢集团(41 百万吨),CR4 为 26.52%,较去年提高了 1.2 个百分点;2022 年粗钢产量 CR10 为 43.59%,较去年提高了 1.39 个百分点。宝钢股份通过投资者互动平台表示,以宝武集团、鞍钢集团等央企带动的整合以及省内地方国企及民企的整合,都将进入加速期。钢铁行业集中度在提升,并购整合在提速,未来 3-5 年,CR10 有望提升至 60%以上。

图表 26: 2022 年全国粗钢主要生产企业的生产情况

排名	公司	粗钢产量(百万吨)
1	中国宝武钢铁集团	131.84
2	鞍钢集团	55.65
3	沙钢集团	41.45
4	河钢集团	41
5	建龙集团	36.56
6	首钢集团	33.82
7	山东钢铁集团	29.42
8	德龙钢铁集团	27.9
9	华菱钢铁集团	26.43



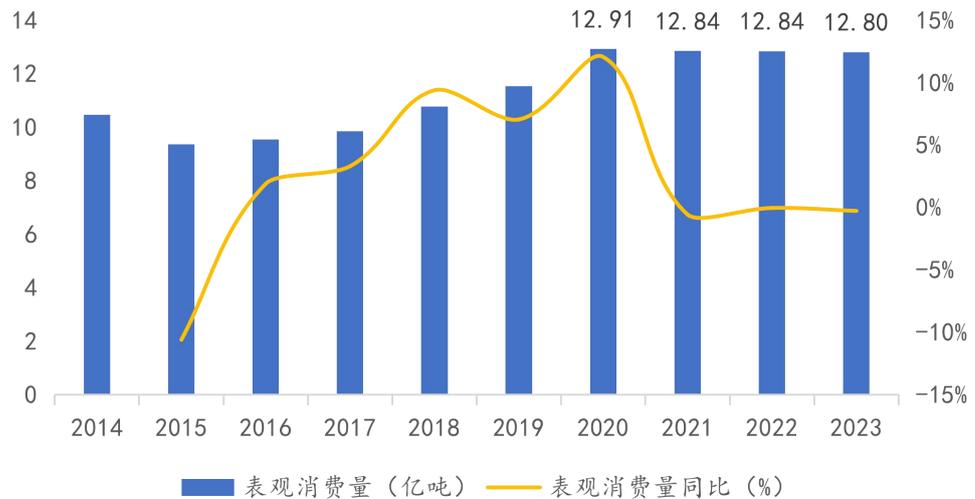
10	方大集团	19.7
	全国	1,018
	CR4	26.52%
	CR10	43.59%

数据来源：世界钢铁协会、华福证券研究所

2.2 需求端：经济复苏需求逐步释放

钢材消费量达到峰值进入稳定期。自2020年我国钢材消费量进入稳定期，2021-2023年消费增速保持在0%附近水平。2023年我国钢材表观消费量为12.8亿吨，同比-0.27%。随着2024年我国经济的进一步复苏，钢材消费有望在今年继续企稳。

图表 27：自 2020 年起我国钢材消费趋于稳定



数据来源：同花顺 iFinD、华福证券研究所

从人均钢铁（成品钢）消费角度来看，我国人均成品钢消费量居世界前列。根据世界钢铁协会数据，2022年全球人均成品钢消费221.8千克，韩国人均成品钢消费量988千克，排名全球第一，中国人均成品钢消费量645.8千克，居世界前列。

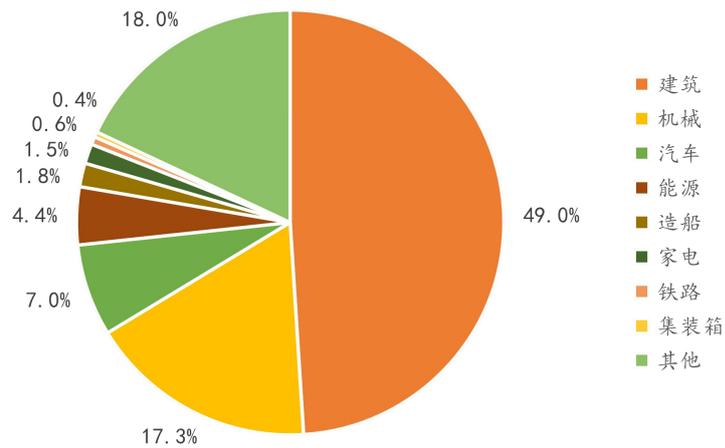
图表 28：全球主要国家或地区人均钢铁消费量（kg）

序号	国家/地区	2018	2019	2020	2021	2022
1	韩国	1039.3	1027.5	948.9	1081.2	988.0
2	中国台湾	749.7	740.8	788.9	886.1	728.2
3	中国	590.0	641.3	707.6	669.0	645.8
4	捷克	685.9	637.1	586.6	743.0	631.1
5	奥地利	473.4	448.2	409.6	504.0	476.3
6	日本	518.1	502.5	420.3	460.7	443.6
7	意大利	422.9	418.3	343.1	449.3	421.9
8	德国	478.3	422.6	376.1	425.7	379.0
9	土耳其	370.2	312.4	350.4	393.7	359.8
10	加拿大	408.2	345.8	361.4	379.2	351.6
	世界	223.2	229.2	228.4	233.0	221.8

数据来源：世界钢铁协会、华福证券研究所

2021-2022年，我国人均成品钢消费量连续两年下降，同比下降5.46%和3.47%。

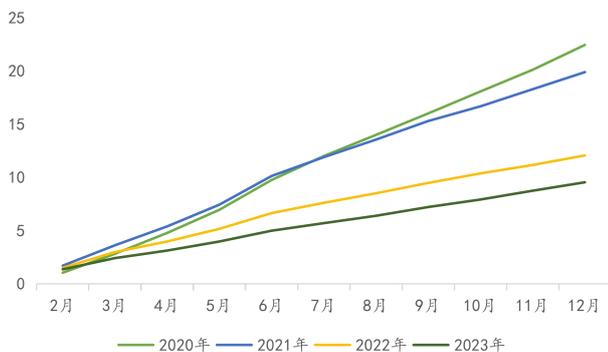
从我国的钢铁消费领域来看，建筑领域是我国钢铁消费的最主要领域。根据百川盈孚 BAIINFO 统计，2022年我国钢铁消费量合计12.28亿吨，其中建筑消费占比49%，其次是机械（17%）、汽车（7%）、能源（4%）、造船（2%）、家电（2%）、铁路（1%）、集装箱及其他（18%）。


图表 29: 2022 年我国钢铁消费结构


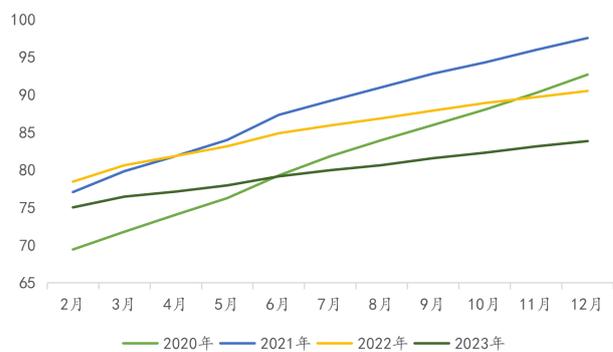
数据来源: 百川盈孚 BAIINFO、华福证券研究所

建筑业用钢: 地产拖累减轻, 基建预期强

(1) 房地产行业处于筑底阶段。2023 年, 我国房屋新开工面积累计 9.54 亿平方米, 累计同比减少 20.91%; 房屋施工面积累计 83.84 亿平方米, 累计同比减少 7.36%; 房屋竣工面积累计 9.98 亿平方米, 累计同比增长 15.78%; 商品房销售面积累计 11.17 亿平方米, 累计同比减少 17.74%。中央经济工作会议要求, 要积极稳妥化解房地产风险。保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”预计将进一步支撑钢需。政策正在加大引导力度, 支持房企合理融资需求多地楼市限购政策调整, 政策松绑趋势形成, 在政策的持续加力下, 房地产行业正在加速筑底, 预计地产对钢需拖累将逐步减轻。

图表 30: 房屋新开工面积累计值 (亿平方米)


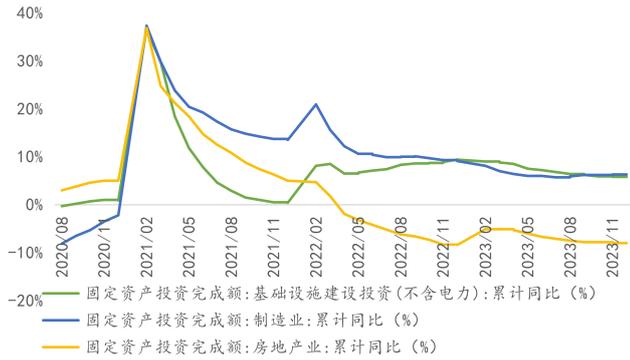
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 31: 房屋施工面积累计值 (亿平方米)


数据来源: Wind、华福证券研究所

(2) 在基建领域中, 交通运输建设、能源建设、水利建设等是主要涉及钢材消费领域。2023 年, 铁路运输业固定资产投资完成额同比增长 25.2%; 道路运输业固定资产投资完成额同比下降 0.7%; 电力、热力的生产和供应业固定资产投资完成额同比增长 27.3%; 水利管理业固定资产投资完成额同比增长 5.2%。中央经济工作会议提出, 稳中求进, 以进促稳, 先立后破。基建对于经济增长有着重要的拉动效应。预计未来基础设施建设固定资产投资同比增速保持在较高增速。

图表 32: 基建、制造业、房地产投资增长情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 33: 能源建设固定资产投资情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 34: 基建用钢测算表

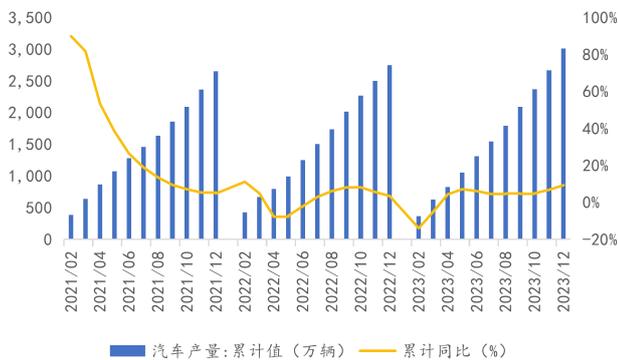
用钢量 (万吨)	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
铁路建设用钢	2406	2449	3066	3246	3474
公路建设用钢	7649	7932	7877	8263	8631
能源建设用钢	3263	4056	5163	5853	6447
水利建设用钢	511	581	611	799	921
其他建设用钢	5670	5482	6183	6717	7202
基建用钢	19500	20500	22901	24879	26675

数据来源: 中国冶金报、Mysteel、同花顺 iFinD、华福证券研究所

制造业用钢: 政策刺激消费, 制造业持续景气

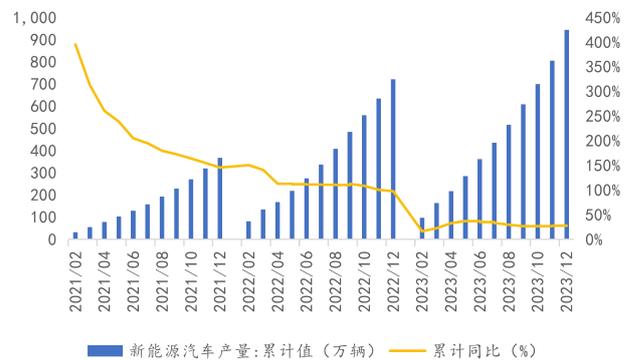
(3) 新能源为汽车行业注入新动能。2023 年, 全国汽车产量 3011.32 万辆, 同比增长 9.3%; 新能源汽车产量 944.3 万辆, 同比增加 30.3%。整体来看, 随着新能源汽车产量基数的扩大, 虽然 2023 年生产增速有所回落, 但整体增速仍然保持稳定。政策方面继续鼓励汽车消费, 支持新能源汽车下乡等, 进一步支撑汽车产业发展, 我们预计 2024-25 年汽车产量仍将保持较为稳定的增长。

图表 35: 汽车生产制造情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 36: 新能源汽车生产制造情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 37: 汽车行业用钢测算表

用钢量 (万吨)	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
一般轿车	1120	1264	1300	1313	1327
MPV	153	136	159	167	175
SUV	1434	1627	1894	1988	2088



交叉型乘用车	35	28	23	21	19
客车	236	189	232	243	253
货车	2554	1703	2169	2278	2369
汽车用钢（万吨）	5532	4947	5777	6010	6231

数据来源：中国冶金报、Mysteel、同花顺 iFinD、华福证券研究所

（4）船舶取得亮眼成绩单。2023年，全国新接船舶订单 7,120 万载重吨，同比增长 26.4%；手持船舶订单 13,939 万载重吨，同比增长 32%；造船完工 4,232 万载重吨，同比增长 11.8%。2023 年全年，中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 50.2%、66.6%和 55%。按照手持船舶订单计算，当前造船生产保障系数约为 3.5 年。

图表 38：船舶行业用钢测算表

单位（万吨）	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
船舶用钢	980	1200	1393	1608	1850
造船板产量	912	1207	1400	1610	1852

数据来源：中国船舶工业行业协会、Mysteel、同花顺 iFinD、华福证券研究所

（5）家电行业保持景气。2023 年政策支持促进绿色智能家电消费，“家电下乡”、“以旧换新”等一系列举措持续开展，2024 年政策推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，汽车、家电等消费品以旧换新有望形成更新换代规模效应。其中，空调受房屋竣工面积下滑影响，预计 2024-25 年增速回落；冰箱、洗衣机以更新换代需求为主，预计将保持较高增速。

图表 39：家电行业用钢测算表

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
空调产量（万台）	21836	22247	24487	25711	26483
家用电冰箱产量（万台）	8992	8664	9632	10596	11443
家用洗衣机产量（万台）	8619	9106	10458	11713	12885
空调用钢量（万吨）	655	667	735	771	794
冰箱用钢量（万吨）	306	295	327	360	389
洗衣机用钢量（万吨）	181	191	220	246	271
三大白电用钢量（万吨）	1142	1153	1282	1378	1454
家电用钢量（万吨）	1427	1442	1602	1722	1818

数据来源：Mysteel、同花顺 iFinD、华福证券研究所

当前钢铁行业面临下游用钢需求结构调整，但重点行业用钢需求总量有望企稳。根据我们测算，房地产用钢量在 2024-2025 年或下滑 7.2%和 6%至 24,656 万吨和 23,176 万吨，将拖累建筑长材的需求表现；同时汽车、船舶、家电等制造业保持景气，2024-2025 年汽车用钢量或增长 4.04%和 3.66%，船舶用钢量将增长 15.46%和 15%，家电用钢量或增长 7.48%和 5.56%，将继续拉动制造业板材的需求。

图表 40：重点行业用钢量测算表

单位（万吨）	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
房地产用钢	33,000	30,600	26,568	24,656	23,176
基建用钢	19,500	20,500	22,901	24,879	26,675
汽车用钢	5,532	4,947	5,777	6,010	6,231
船舶用钢	980	1,200	1,393	1,608	1,850
家电用钢量	1,427	1,442	1,602	1,722	1,818
合计	60,440	58,689	58,241	58,876	59,749

数据来源：中国冶金报、中国船舶工业行业协会、Mysteel、同花顺 iFinD、华福证券研究所



2.3 价格或将企稳，利润有望修复

供给端，“十四五”时期，我国钢铁工业仍面临产能过剩问题，预期政策仍以严控产能为主线，在碳达峰的目标要求下，环保标准的提高利于落后产能出清，随着企业兼并重组，行业集中度进一步提高，供给侧改革有望取得更显著的成绩，2024年政策控产预期进一步增强。

需求端，在中国经济复苏的背景下，基建是经济稳增长的重要支撑，房地产在政策引导下加速筑底，汽车、船舶、家电等制造业较快发展，保障了我国经济用钢强度维持高水平。

原料端，铁矿石、焦煤、焦炭等原料库存整体还处于历史相对较低水平，对原料价格有所支撑，美联储已暂停加息预计2024年内启动降息，美元指数从高点回落，放松对铁矿石价格压制。

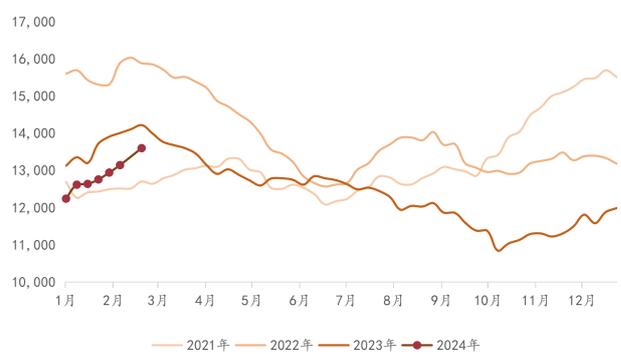
我们认为钢材供需改善或将发生，叠加原材料成本对钢价形成一定支撑，2024年钢价有望企稳，同时伴随着政策控产增强钢企向上议价能力，下游用钢需求企稳增长，以及钢铁产品向高端化，高附加值方向发展等因素，钢企利润或将见底迎来修复。

图表 41: 铁矿石价格趋势



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 42: 铁矿石主要港口库存(45 港口)



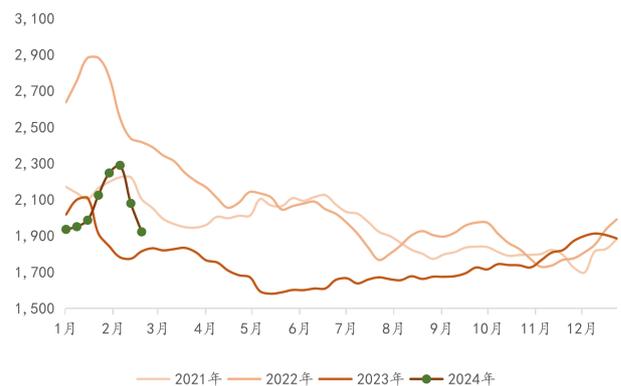
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 43: 焦煤价格趋势



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 44: 炼焦煤库存(万吨)



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 45: 焦炭价格趋势



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 46: 焦炭库存(万吨)



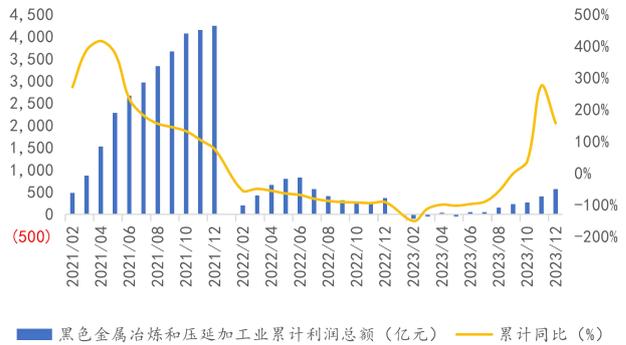
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 47: 钢材价格趋势



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 48: 黑色金属行业利润情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

3 公司层面: 产品结构持续优化, 精益管理迈出坚实步伐

3.1 子公司专业化生产, 加大研发聚焦产品高端化

公司坚持“做精做强、区域领先”的战略, 持续完善精益生产、销研产一体化、营销服务的“三大战略支撑体系”, 坚持“深耕行业、区域主导、领先半步”的研发与营销策略, 立足细分市场, 瞄准标志性工程和标杆客户, 致力于为全球客户提供满意的钢铁产品。

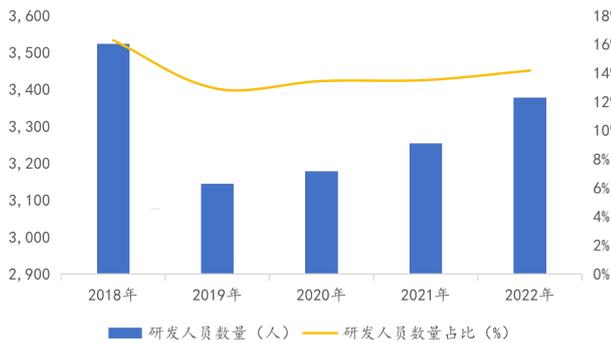
公司拥有炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧钢、钢材深加工等全流程的技术装备, 主体装备、生产工艺行业领先。公司分别在湖南省湘潭市、娄底市、衡阳市、广东省阳江市设有生产基地, 由华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢、汽车板公司、阳春新钢(湘钢控股)专业化分工经营。2022年, 子公司华菱衡钢(华菱钢管)、汽车板公司(VAMA)分别实现净利润6.99亿元、16.52亿元, 同比分别增长93.20%、168.99%, 均创历史最好水平。


图表 49: 部分重要子公司

主要子公司	主要产品	代表生产线	主要经营地	持股比例	2022 年营业收入 (亿元)	2022 年营业利润 (亿元)	2022 年净利润 (亿元)
华菱湘钢	宽厚板、工业长材	五米宽厚板、线棒材	湖南省湘潭市	100%	765.70	39.08	34.56
华菱涟钢	冷热轧卷板、建筑长材	2250 热连轧机和冷轧	湖南省娄底市	100%	626.39	19.66	17.50
华菱衡钢 (华菱钢管)	油气用管、机械加工用管、压力容器用管	720 大口径轧管机组	湖南省衡阳市	85.91%	140.08	7.50	6.99
汽车板公司 (VAMA)	高端汽车板、工业板	酸轧机组以及立式镀锌线	湖南省娄底市	50%	100.41	19.22	16.52

数据来源: 公司 2022 年年报、华福证券研究所

公司瞄准工业用钢领域高端化转型方向,持续加大研发投入,推进产品结构升级调整与前瞻性工艺技术研发。2022 年公司研发投入 64.53 亿元,占营业收入 3.84%;研发团队 3,378 人,占员工人数的 14.18%。2023 年前三季度,公司研发投入达 46.61 亿元,研发费用率达 3.89%,公司实现 5 大类产品 8 个钢种国产替代进口,新增专利授权 100 余项。

图表 50: 研发团队持续扩大


数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

图表 51: 研发投入稳步增长


数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

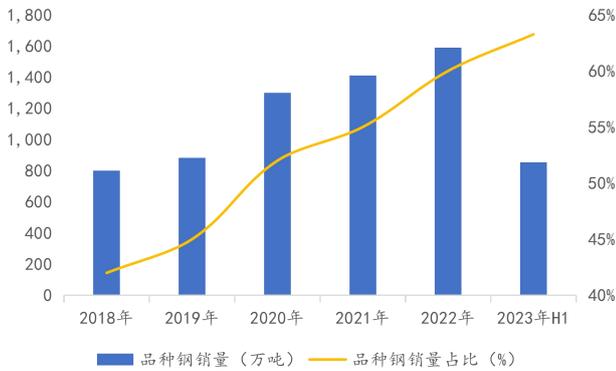
公司产品迈向高端化取得显著成绩,宽厚板、热轧板、汽车板等品种钢在细分领域建立起差异化竞争优势。2022 年,华菱湘钢宽厚板开发了超级耐磨钢、特厚 F 级船板、特厚齿条钢等高端品种;线棒材开发了高端汽车齿轮钢、非调质钢、酸性管线钢等新品种 48 个。华菱涟钢成功试制超低温压力容器用高锰钢并填补国内空白,9Ni 钢通过美国 ABS 船级社认证。华菱衡钢 HSG3 特殊扣系列化稳步推进,储氢气瓶管交付首单,高强度气瓶管迈上 1100MPa 等级,690 钢级起重机臂架用方管打开风电安装船市场。汽车板公司新增取得钢种认证 21 项,其中全球强度最高的第二代热冲压用钢 Usibor2000AS 产品获得蔚来汽车、理想汽车、广汽乘用车等多家知名主机厂商的认证通过,并成为国内首家通过福特全球 Q1 认证的钢材供应商。截至 2023 年 H1,华菱湘钢板材新开发 5Ni 钢、特厚模具钢等高附加值品种 26 个,线棒材完成新品种认证 17 个;华菱涟钢新开发产品 13 个,实现无取向硅钢成品首卷首发、高锰钢成功试制国内首台 LNG 燃料罐、高铜不粘锅用钢全球首发等,公司通过销研产协同,不断巩固差异化优势。

3.2 瞄准工业用钢领域需求升级,品种钢占比不断提高

对于当前钢铁行业,我们认为产能、产量“双控”政策仍将延续,粗钢产量仍面临平控或压减的预期,在此背景下,公司基于高端定位和个性化需求通过推动产品结构转型升级,提高附加值更高的品种钢产量及占比,是公司保持高质量发展的关键。

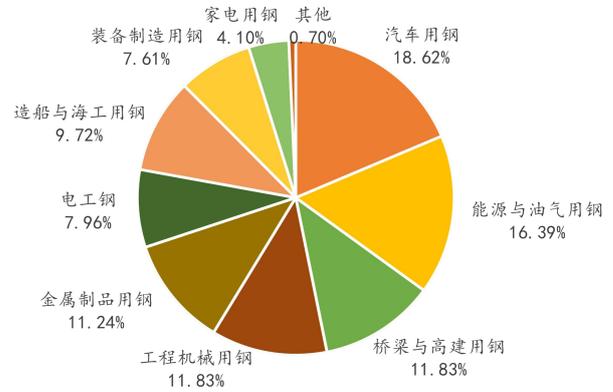
近年来，公司产品品种结构调整成效显著，“高附加值、高技术含量、高盈利能力、满足客户终端个性化需求”品种钢销量实现稳步增长并已成为公司主要产品，2022年全年品种钢销售1,588万吨，占总销量的60%，销量占比继续提高。在品种钢下游消费领域中，汽车用钢是最重要的消费领域，占比18%。截至2023年H1，公司品种钢销量已达854万吨，品种钢销量占比继续稳步，已占总销量的63.26%，较去年全年提升3个百分点。

图表 52: 品种钢销量占比稳步增长



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

图表 53: 2023 年 H1 公司品种钢消费领域



数据来源: 公司 2022 年年报、华福证券研究所

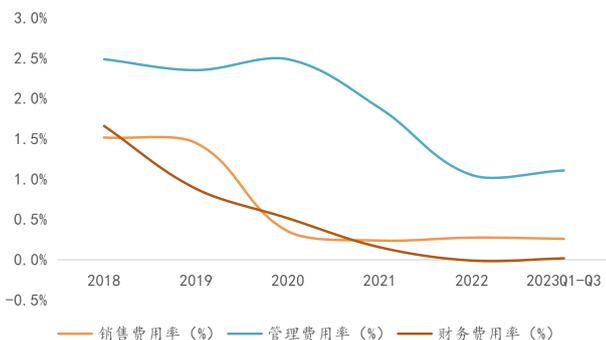
为推动公司产品结构迈向高端化，公司产线装备持续升级。(1) 华菱湘钢精品高速线材生产线项目主线设备已完工，目前已经投产将推动长材向特钢领域转型。(2) 华菱涟钢冷轧硅钢产品一期项目已投运，硅钢二期项目开工并有序推进，预计到 2025 年末，华菱涟钢将形成年产约 50 万吨硅钢成品的能力，其中无取向硅钢成品 40 万吨、取向硅钢成品 10 万吨。(3) 华菱衡钢产线升级改造继续推进，全面提质增效改造工程预计第四季度竣工投产。(4) 汽车板公司二期项目已投产并推进第三代冷成形超高强钢和锌镁合金镀层高端汽车板产品，目前正在有序推进产品及产线认证工作。

3.3 大幅优化自身债务结构，企业降本成效显著

公司成本控制能力不断提升。2018-2022 年公司三费率持续下降，2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.27%、1.05%、-0.01%。2023 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.26%、1.11%、0.02%，三费率保持在低水平。

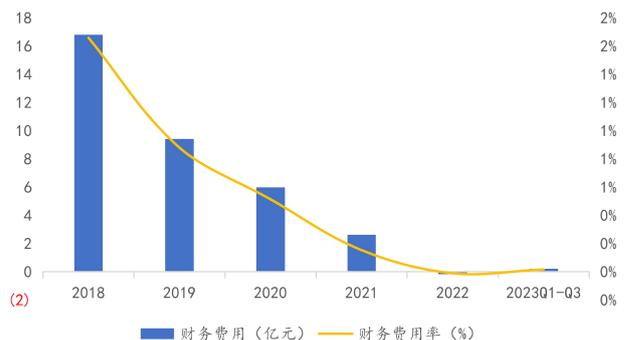
公司大幅优化自身债务结构。公司资产负债率近年来稳步下降，2022 年公司资产负债率为 51.88%，截至 2023 年 Q3 公司资产负债率为 51.79%。同时财务费用持续大幅下降，2022 年公司财务费用为-1,802 万元，2023 年前三季度财务费用 0.21 亿元，相较于 2018 年财务费用 16.79 亿元，公司债务结构已大幅优化，控费降本成效显著。

图表 54: 公司三费率持续下降



数据来源: 公司公告、同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 55: 公司财务费用大幅下降



数据来源: 公司公告、同花顺 iFinD、华福证券研究所

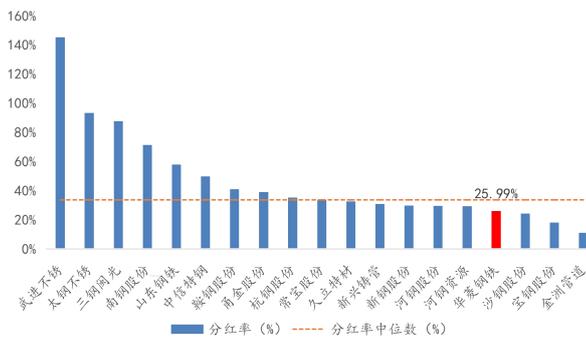


3.4 超低排放改造促可持续发展，现金分红稳定股息率较高

环保持续投入利在长远。在国家“碳达峰”“碳中和”目标约束下，环保部门加大对钢铁行业污染治理的监管力度，钢铁企业环保投入和运行成本升高。公司围绕节能环保持续进行资本开支，对高炉、炼钢、烧结机、焦化等关键工序进行超低排放、效能提升改造。2022年公司环保投入约18亿元，用于环保设施固定资产投资。相关节能环保项目如增加发电机组等，具有良好节能效益，利于降低企业生产成本。公司主要子公司华菱湘钢2023年底前完成超低排放改造，华菱涟钢和华菱衡钢2025年底前完成超低排放改造。

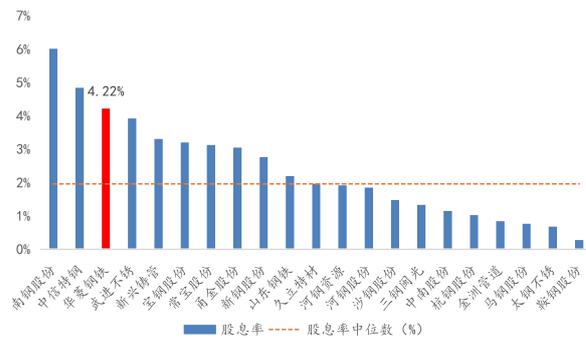
分红比例有望进一步提高。目前公司在产品结构调整、提质增效、超低排放改造等方面持续进行资本性开支，以筑牢核心竞争力。2019-2021年，公司现金分红金额分别为15.32、12.87、20.04亿元，占比归母净利润分别为34.89%、20.13%、20.70%。根据公司2022年度利润分配预案，公司拟向全体股东每10股派发现金股利2.40元（含税），共计派发现金16.58亿元，占2022年归属于母公司所有者净利润的25.99%，较2021年分红比例提升5.29个百分点，股息率在钢铁上市公司中排名前三。“十四五”期间，公司将围绕战略目标，在产品结构调整、提质增效、超低排放改造和智能制造等方面继续进行资本性开支，未来随着资本性开支降低，公司分红比例有进一步提升的空间。

图表 56: 公司分红比例在同业中处于中下游



数据来源：公司公告、Wind、华福证券研究所

图表 57: 公司股息率在同业中处于前列



数据来源：公司公告、Wind、华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

(1) 量: 假设公司继续提升高附加值品种钢的销量占比，且生产产品均能售出。预计2023-2025年板材销量为1,536/1,568/1,582万吨，长材销量为1,021/1,022/990万吨，钢管销量为194/210/228万吨。

(2) 价: 钢价在供需关系改善的带动下有望企稳，同时高附加值品种钢销量占比的提升，进一步支撑产品销售价格。预计2023-2025年板材售价为5,384/5,427/5,545元/吨，长材售价为3,860/3,778/3,768元/吨，钢管售价为7,002/6,836/6,891元/吨。

(3) 利: 2023年原料价格较强挤压钢厂利润，未来控产预期增强提升钢厂向上议价能力，下游用钢需求预计企稳增长，叠加公司产品向高端化，高附加值方向发展，整体利润有望迎来修复。预计2023-2025年板材毛利率为13.35%/13.44%/14.37%，长材毛利率为4.23%/4.33%/4.86%，钢管毛利率为16.81%/18.84%/23.3%。

随着公司持续推进品种结构转型升级，不断提升高附加值品种钢销量占比，我们预计2023-2025年公司分别实现营业收入1,638/1,663/1,689亿元，毛利分别为165/174/196亿元，毛利率分别是10.08%/10.44%/11.61%。

图表 58: 公司业绩拆分预测表

华菱钢铁[000932.SZ]/(亿元)		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
板材	销量(万吨)	1,156	1,308	1,370	1,416	1,536	1,568	1,582
	销售单价(元/吨)	4,035	4,466	5,906	5,738	5,384	5,427	5,545
	单吨成本(元/吨)	3,430	3,650	4,914	4,903	4,665	4,698	4,748
	收入(亿元)	467	584	809	813	827	851	877
	成本(亿元)	397	477	673	694	717	737	751
	毛利(亿元)	70	107	136	118	110	114	126
	毛利率(%)	15.00%	18.29%	16.80%	14.56%	13.35%	13.44%	14.37%
长材	销量(万吨)	1,010	1,051	1,041	1,062	1,021	1,022	990
	销售单价(元/吨)	3,615	3,491	4,800	4,306	3,860	3,778	3,768
	单吨成本(元/吨)	3,163	3,031	4,312	4,053	3,697	3,615	3,585
	收入(亿元)	365	367	500	457	394	386	373
	成本(亿元)	319	319	449	430	377	369	355
	毛利(亿元)	46	48	51	27	17	17	18
	毛利率(%)	12.51%	13.19%	10.16%	5.89%	4.23%	4.33%	4.86%
钢管	销量(万吨)	152	154	164	177	194	210	228
	销售单价(元/吨)	6,616	5,624	7,214	7,606	7,002	6,836	6,891
	单吨成本(元/吨)	5,441	4,981	6,441	6,570	5,825	5,548	5,285
	收入(亿元)	101	87	118	135	136	144	157
	成本(亿元)	83	77	106	116	113	117	120
	毛利(亿元)	18	10	13	18	23	27	37
	毛利率(%)	17.76%	11.43%	10.71%	13.63%	16.81%	18.84%	23.30%
其他	收入(亿元)	141	128	289	282	282	282	282
	成本(亿元)	128	124	264	267	267	267	267
	毛利(亿元)	13	4	25	15	15	15	15
合计	收入(亿元)	1,073	1,165	1,716	1,686	1,638	1,663	1,689
	成本(亿元)	926	997	1,492	1,507	1,473	1,489	1,493
	毛利(亿元)	147	169	224	179	165	174	196
	毛利率(%)	13.68%	14.47%	13.06%	10.61%	10.08%	10.44%	11.61%

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

4.2 投资建议

综合考虑产品结构、企业市值、分红情况等因素,选取较为相近的公司宝钢股份、南钢股份、河钢股份以及中信特钢(公司部分产品具有特钢属性)作为可比公司,以2024年3月28日收盘价计算,可比公司2023-2025年PE均值分别为12.1/10.5/9.8倍,经对比发现,可比公司与公司目前的估值水平存在一定差距。

图表 59: 可比公司估值表

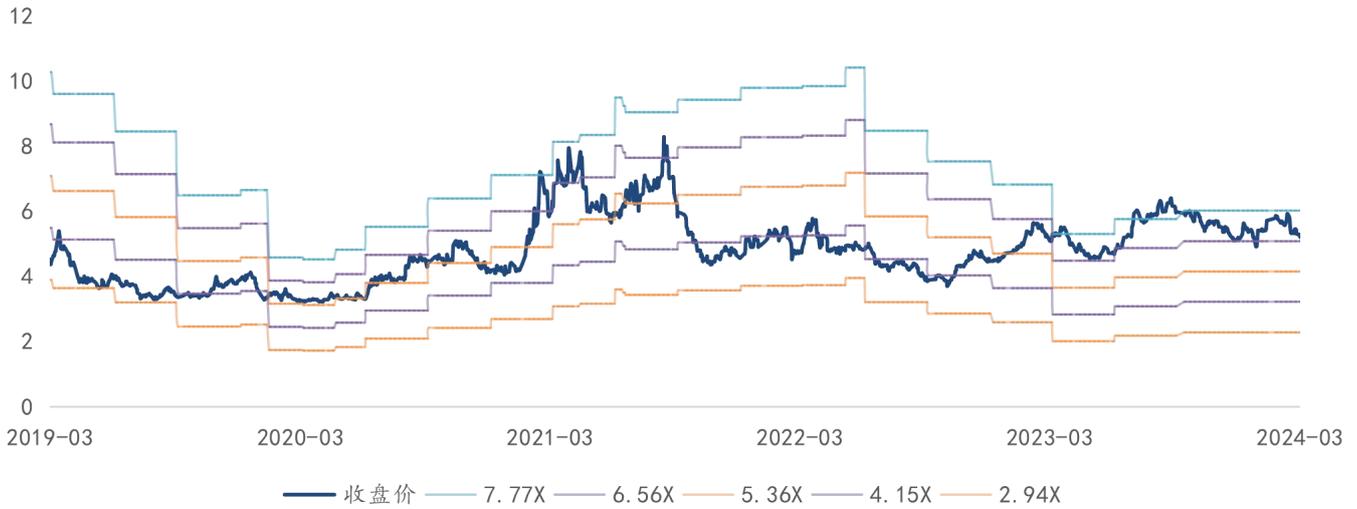
证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE			最新股价
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600019.SH	宝钢股份	1,431.15	0.52	0.61	0.69	12.4	10.5	9.3	6.47
000708.SZ	中信特钢	745.46	1.31	1.43	1.55	11.3	10.3	9.5	14.77
600282.SH	南钢股份	285.44	0.40	0.47	0.45	11.5	10.0	10.3	4.63
000709.SZ	河钢股份	220.18	0.16	0.19	0.21	13.3	11.2	10.1	2.13
	钢铁行业公司平均					12.1	10.5	9.8	
000932.SZ	华菱钢铁	355.10	0.82	0.93	1.05	6.3	5.5	4.9	5.14

数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券

备注: 数据截至2024年3月28日



图表 60: 华菱钢铁历史估值对比



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所
备注: 数据截至 2024 年 3 月 27 日

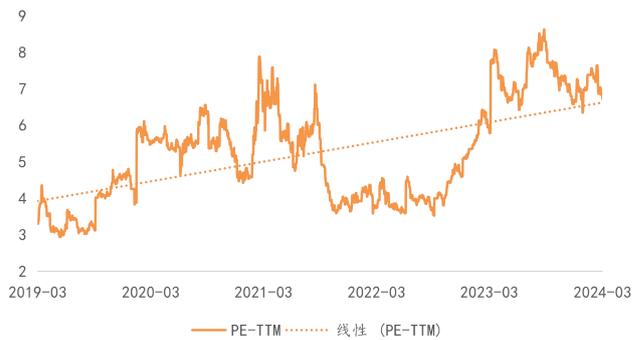
通过复盘公司历史估值情况,我们发现公司估值长期处于较低水平,近五年公司 PE-TTM 中位数仅为 5.35 倍,但估值水平已呈现出逐渐修复的趋势。作为中南区域龙头钢企,公司在部分细分领域建立起领先优势,在行业盈利底部时期公司仍能保持相对稳定的盈利,已多次验证其抵御风险的能力,叠加国有上市公司考核正在优化完善,公司预计将更加重视提高分红以回报股东,我们认为公司估值水平存在进一步修复的空间。参考公司历史估值,考虑到公司长期绩优低估,且估值有望逐步得到修复,选取 2024 年 7.5 倍 PE 作为公司估值依据。我们预计公司 2023-2025 年归母净利分别为 59.06/62.8/76.79 亿元,对应 EPS 为 0.85/0.91/1.11 元/股,按照 2024 年 7.5 倍 PE,对应目标价 6.82 元,首次覆盖,给予公司“买入”评级。

图表 61: 近五年公司 PE 中位数为 5.35



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所
备注: 数据截至 2024 年 3 月 27 日

图表 62: 近五年公司估值呈现抬升趋势



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所
备注: 数据截至 2024 年 3 月 27 日

5 风险提示

(1) **钢价不及预期。**若粗钢产量平控不及预期或下游需求不及预期可能导致钢价表现不及预期,将影响公司产品销售,进而影响公司业绩表现。



图表 63: 钢价敏感性分析表

情景	假设条件 (2024 年)	归母净利润 (百万元)	EPS (元/股)
情景 1	报告原假设	6,280	0.91
情景 2	原假设钢价-10%	6,040	0.87
情景 3	原假设钢价-20%	5,800	0.84
情景 4	原假设钢价-30%	5,560	0.80

数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

(2) **公司产品结构升级不及预期。**若公司产品结构升级不及预期,将影响公司产品品种钢销售和利润,进而影响公司业绩表现和盈利能力。

(3) **原材料价格成本上涨超预期。**若铁矿石、废钢、焦炭、焦煤等原材料价格上涨超预期,则可能挤压钢厂利润进而影响公司盈利能力。

图表 64: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,159	7,287	17,762	23,963	营业收入	168,099	163,302	165,727	168,382
应收票据及账款	5,125	6,504	6,451	6,630	营业成本	150,745	146,841	148,431	148,836
预付账款	3,800	4,112	2,969	2,233	税金及附加	666	865	805	780
存货	12,262	12,997	13,048	12,423	销售费用	461	408	398	387
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,765	1,306	1,326	1,347
其他流动资产	25,988	35,442	26,746	29,018	研发费用	6,441	6,287	6,380	6,483
流动资产合计	58,334	66,342	66,976	74,267	财务费用	-417	32	35	29
长期股权投资	726	896	896	896	信用减值损失	-42	-112	-15	-15
固定资产	49,493	51,648	53,554	55,577	资产减值损失	-88	-60	-55	-50
在建工程	6,248	7,448	8,748	9,748	公允价值变动收益	-68	7	-24	-28
无形资产	4,551	4,232	3,935	3,695	投资收益	147	346	108	133
商誉	0	0	0	0	其他收益	330	330	330	330
其他非流动资产	338	358	364	365	营业利润	8,714	8,070	8,694	10,887
非流动资产合计	61,356	64,581	67,497	70,282	营业外收入	4	4	5	5
资产合计	119,690	130,923	134,473	144,548	营业外支出	44	44	44	44
短期借款	4,615	3,130	3,000	3,000	利润总额	8,673	8,030	8,655	10,848
应付票据及账款	26,416	27,166	23,789	23,935	所得税	999	924	996	1,249
预收款项	0	1,467	372	473	净利润	7,675	7,106	7,658	9,599
合同负债	5,509	7,022	6,162	6,221	少数股东损益	1,296	1,200	1,379	1,920
其他应付款	5,247	4,960	4,960	4,960	归属母公司净利润	6,379	5,906	6,280	7,679
其他流动负债	8,212	8,072	8,152	8,189	EPS(按最新股本摊)	0.92	0.85	0.91	1.11
流动负债合计	49,997	51,816	46,436	46,777					
长期借款	10,913	14,913	17,913	19,913	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	1,187	1,187	1,187	1,187	成长能力				
非流动负债合计	12,100	16,100	19,100	21,100	营业收入增长率	-1.8%	-2.9%	1.5%	1.6%
负债合计	62,097	67,916	65,536	67,877	EBIT 增长率	-30.9%	-2.4%	7.8%	25.2%
归属母公司所有者	49,939	54,153	58,706	64,519	归母公司净利润增	-34.1%	-7.4%	6.3%	22.3%
少数股东权益	7,653	8,854	10,232	12,152	获利能力				
所有者权益合计	57,592	63,006	68,938	76,671	毛利率	10.3%	10.1%	10.4%	11.6%
负债和股东权益	119,690	130,923	134,473	144,548	净利率	4.6%	4.4%	4.6%	5.7%
					ROE	11.1%	9.4%	9.1%	10.0%
					ROIC	13.3%	13.2%	10.9%	12.4%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	51.9%	51.9%	48.7%	47.0%
经营活动现金流	9,457	10,537	6,771	14,374	流动比率	1.2	1.3	1.4	1.6
现金收益	10,642	11,031	11,706	13,744	速动比率	0.9	1.0	1.2	1.3
存货影响	-896	-735	-51	625	营运能力				
经营性应收影响	-60	-1,630	1,251	607	总资产周转率	1.4	1.2	1.2	1.2
经营性应付影响	7,807	1,930	-4,471	246	应收账款周转天数	9	11	12	12
其他影响	-8,036	-59	-1,664	-848	存货周转天数	28	31	32	31
投资活动现金流	-13,926	-15,234	2,597	-8,279	每股指标(元)				
资本支出	-8,239	-6,929	-6,922	-6,899	每股收益	0.92	0.85	0.91	1.11
股权投资	-181	-170	0	0	每股经营现金流	1.37	1.53	0.98	2.08
其他长期资产变化	-5,506	-8,136	9,519	-1,380	每股净资产	7.23	7.84	8.50	9.34
融资活动现金流	5,768	825	1,108	105	估值比率				
借款增加	2,679	2,515	2,870	2,000	P/E	6	6	6	5
股利及利息支付	-2,685	-2,711	-3,023	-3,437	P/B	1	1	1	1
股东融资	1,248	0	0	0	EV/EBITDA	195	190	179	151
其他影响	4,527	1,021	1,261	1,543					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但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。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn