

# 华菱钢铁（000932.SZ）

## 产品结构升级，分红比例提升

增持

### 核心观点

**降本增效，业绩具备韧性。**近年来公司品种钢销量不断提升，叠加成本压降、资产负债结构优化，公司抵御市场波动能力持续提升。2023年在行业需求弱势运行，原燃料价格相对强势的背景下，公司业绩稳定性得到反复验证，全年实现营业总收入1644.65亿元，同比下降2.47%，归母净利润50.79亿元，同比下降20.38%。四季度单季，公司实现营业总收入441.94亿元，环比增长8.54%，归母净利润9.74亿元，环比下降36.65%。

**加大研发投入，品种钢销量提升。**公司长期注重研发投入，持续推进产品高端化转型。2023年，公司发生研发费用68.3亿元，占营业收入比重提升至4.2%。从装备角度，公司硅钢、汽车板等项目的推进能够进一步提升公司高端产品产能。2023年，公司品种钢销量同比提升6.0%至1683万吨，品种钢销量占比已由2016年的32%提升至63%。品种钢是兼具技术门槛和超额盈利的钢材产品，以直供客户为主，拥有相对稳定的盈利能力。以控股子公司汽车板公司为例，借助于与全球优秀钢铁企业安赛乐米塔尔的技术合作，充分发挥其专利产品差异化竞争优势，2023年实现净利润24.74亿元，同比增长49.78%，业绩逆势提升。

**奖惩机制深化，期间费用较低。**公司持续深化“硬约束、强激励”机制，有18名中层管理人员因业绩不佳被调整。多项举措下，公司人均产钢量保持较高水平，工序降本、能源降本等均有明显成效。随着资产结构优化，截至2023年末，公司资产负债率降至51.7%。期间费用保持较低水平，公司销售费用、管理费用、财务费用占营业总收入比重分别为0.27%、1.04%、0.04%。

**分红比例提高，积极回报股东。**公司计划向全体股东每10股派发现金股利2.3元（含税），共计派发现金15.89亿元，占归母净利润的31.3%。2021、2022年公司股利支付率分别为20.7%、26.0%。按3月29日收盘价计算，对应股息率达4.3%。

**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：**钢铁行业经营压力仍然较大，但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。我们预计公司2024-2026年营业收入1663/1684/1713亿元，同比增速1.1%/1.2%/1.8%，归母净利润54.0/57.6/61.7亿元，同比增速6.3%/6.6%/7.1%；摊薄EPS为0.78/0.83/0.89元，当前股价对应PE为6.7/6.3/5.9x，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	168,637	164,465	166,321	168,367	171,335
(+/-%)	-1.7%	-2.5%	1.1%	1.2%	1.8%
归母净利润(百万元)	6379	5079	5396	5755	6165
(+/-%)	-34.1%	-20.4%	6.3%	6.6%	7.1%
每股收益(元)	0.92	0.74	0.78	0.83	0.89
EBIT Margin	5.1%	3.9%	4.3%	4.5%	4.7%
净资产收益率(ROE)	12.8%	9.5%	9.6%	9.7%	9.8%
市盈率(PE)	5.7	7.1	6.7	6.3	5.9
EV/EBITDA	8.2	10.3	9.3	8.7	8.3
市净率(PB)	0.72	0.68	0.64	0.61	0.58

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	5.24元
总市值/流通市值	36201/36201百万元
52周最高价/最低价	6.43/4.68元
近3个月日均成交额	408.12百万元

#### 市场走势



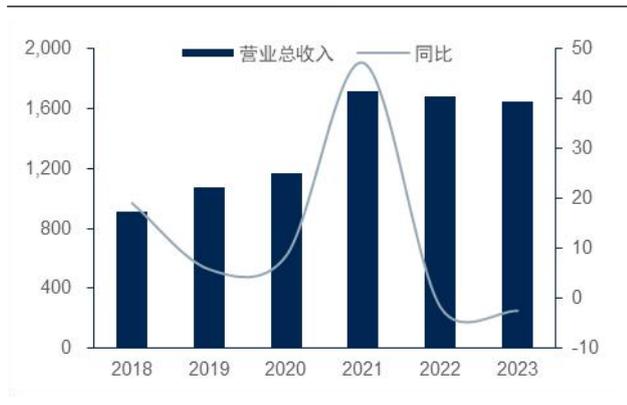
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《华菱钢铁(000932.SZ)——2023年三季度点评-高端化、绿色化，业绩有韧性》——2023-11-01
- 《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》——2023-08-24
- 《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)——2023年三季度点评：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

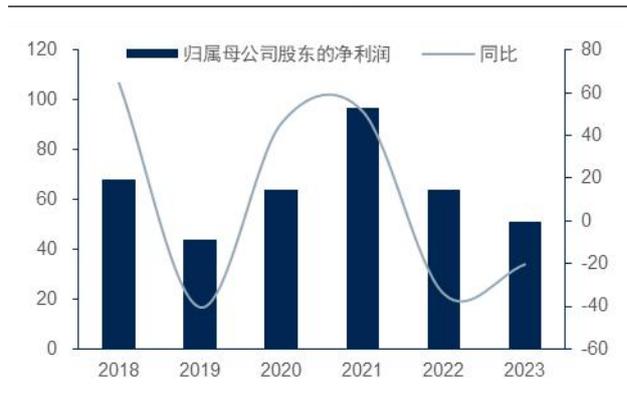
**降本增效，业绩具备韧性。**近年来公司品种钢销量不断提升，叠加成本压降、资产负债结构优化，公司抵御市场波动能力持续提升。2023年在行业需求弱势运行，原燃料价格相对强势的背景下，公司业绩稳定性得到反复验证，全年实现营业总收入1644.65亿元，同比下降2.47%，归母净利润50.79亿元，同比下降20.38%。四季度单季，公司实现营业总收入441.94亿元，环比增长8.54%，归母净利润9.74亿元，环比下降36.65%。

图1: 公司营业收入情况 (亿元, %)



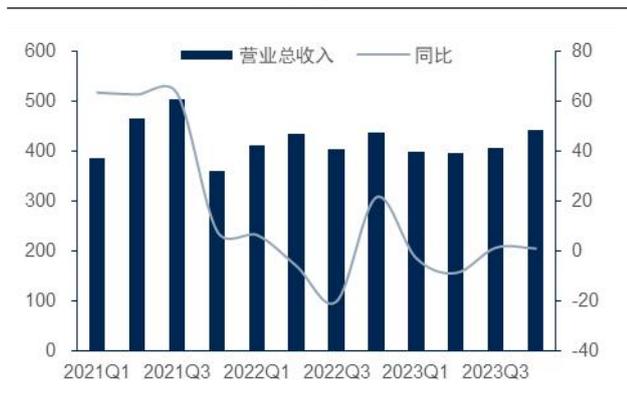
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润情况 (亿元, %)



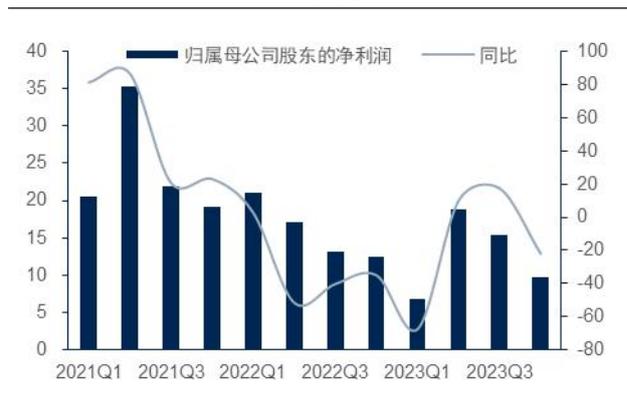
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

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

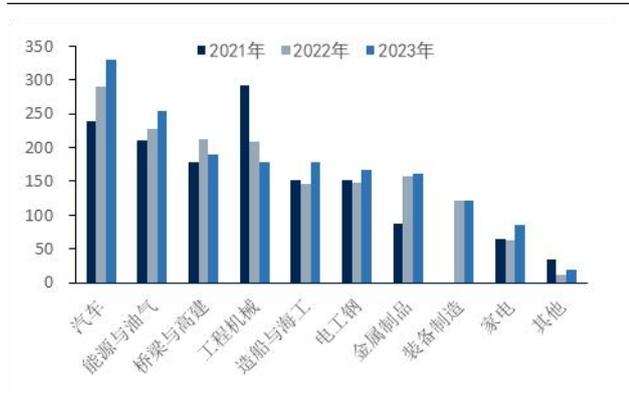
图4: 公司单季归母净利润 (亿元, %)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

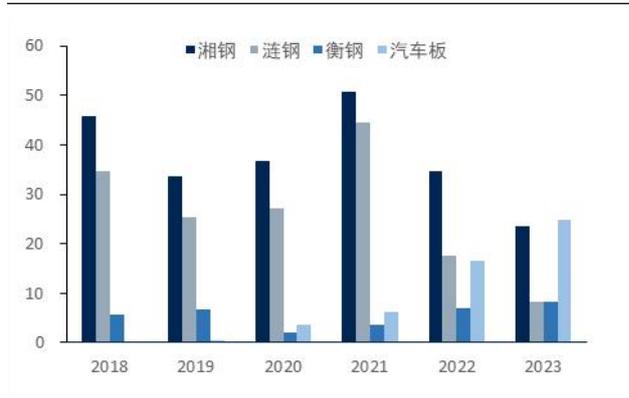
**加大研发投入，品种钢销量提升。**公司长期注重研发投入，持续推进产品高端化转型。2023年，公司发生研发费用68.3亿元，占营业收入比重提升至4.2%。从装备角度，公司具备华菱湘钢五米宽厚板、华菱涟钢2250和1580热连轧产线、华菱衡钢720大口径轧管机组、汽车板公司酸轧机组以及立式镀锌线等为代表的现代化生产线，硅钢、汽车板等项目的推进能够进一步提升公司高端产品产能。2023年，公司品种钢销量同比提升6.0%至1683万吨，品种钢销量占比已由2016年的32%提升至63%。品种钢是兼具技术门槛和超额盈利的钢材产品，主要面向工业制造业领域，基本是以销定产，以直供客户为主，多为小批量、多规格、定制化订单，对工艺装备和技术创新要求更高，因此与客户合作粘性更强，拥有相对稳定的盈利能力。以控股子公司汽车板公司为例，借助于与全球优秀钢铁企业安赛乐米塔尔的技术合作，充分发挥其专利产品差异化竞争优势，2023年实现净利润24.74亿元，同比增长49.78%，业绩逆势提升。

图5: 品种钢销量变化 (万吨)



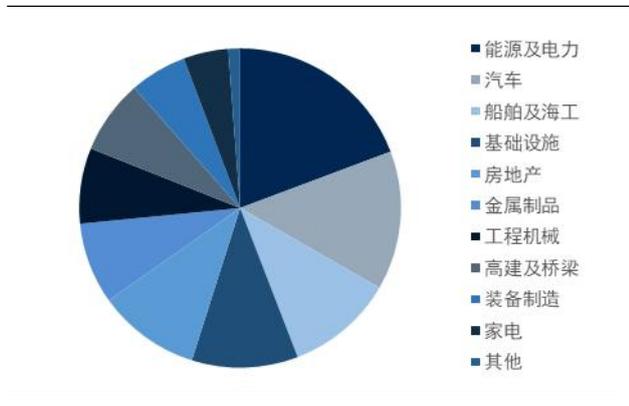
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 分公司净利润情况 (亿元)



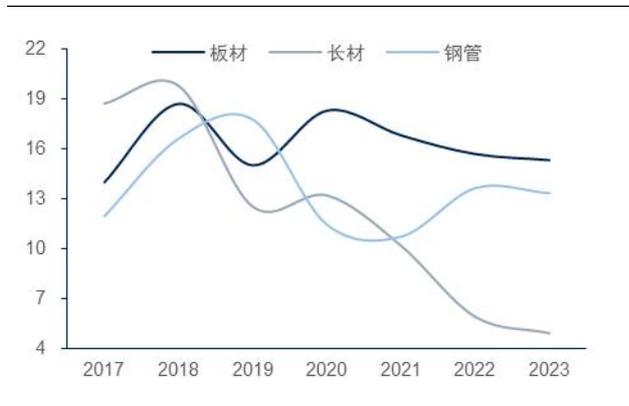
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图7: 2023 年公司产品分行业销量 (%)



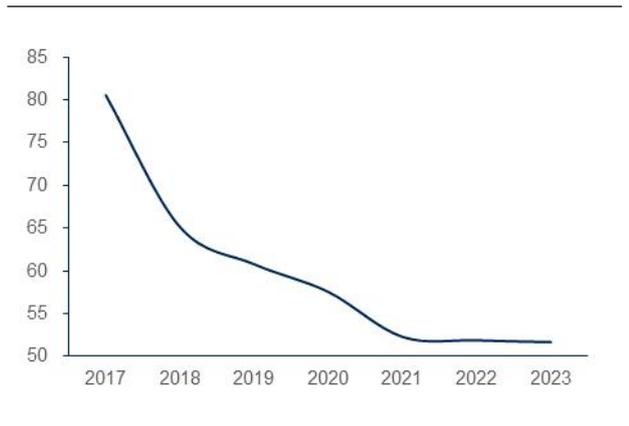
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 分产品毛利率变化 (%)



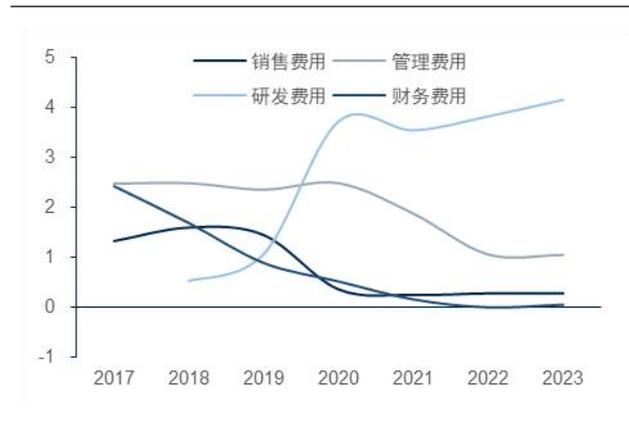
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图9: 公司资产负债率 (%)



资料来源: iFinD、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

**奖惩机制深化, 期间费用较低。**公司持续深化“硬约束、强激励”机制。一方面, 公司实行与业绩指标挂钩的市场化薪酬, 子公司管理层和员工薪酬水平在当地具有明显的竞争力和激励作用。另一方面, 坚持“年度综合考核、末位淘汰”, 有 18 名中层管理人员因业绩不佳被调整。多项举措下, 公司人均产钢量保持较高水平, 工序降本、能源降本等均有明显成效。随着资产结构优化, 截至 2023 年末,

公司资产负债率降至 51.7%。期间费用保持较低水平，公司销售费用、管理费用、财务费用占营业总收入比重分别为 0.27%、1.04%、0.04%。

**分红比例提高，积极回报股东。**公司计划向全体股东每 10 股派发现金股利 2.3 元（含税），共计派发现金 15.89 亿元，占归母净利润的 31.3%。2021、2022 年公司股利支付率分别为 20.7%、26.0%。按 3 月 29 日收盘价计算，对应股息率达 4.3%。公司 2022 年-2024 年度股东回报规划明确在公司年度盈利且累计未分配利润为正，并足额预留法定公积金、盈余公积金后，公司将积极推行现金分配方式。公司最近三年以现金方式累计分配的利润原则上不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；且在现金能够满足公司持续经营和长期发展需要的前提下，现金红利总额（包括中期已分配的现金红利）不低于该年度公司实现的归属于母公司股东的净利润的 20%。

**投资建议：**钢铁行业经营压力仍然较大，但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。我们预计公司 2024-2026 年营业收入 1663/1684/1713 亿元，同比增速 1.1%/1.2%/1.8%，归母净利润 54.0/57.6/61.7 亿元，同比增速 6.3%/6.6%/7.1%；摊薄 EPS 为 0.78/0.83/0.89 元，当前股价对应 PE 为 6.7/6.3/5.9x，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	5.24	362.01	0.92	0.74	0.78	0.83	5.68	7.13	6.71	6.29	12.77	0.68	增持
600019	宝钢股份	6.63	1,466.55	0.55	0.54	0.52	0.56	12.11	12.28	12.68	11.83	6.26	0.73	买入
600282	南钢股份	4.69	289.14	0.35	0.34	0.39	0.41	13.38	13.60	12.10	11.55	8.29	1.09	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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11159	5616	5521	8519	11958	营业收入	168637	164465	166321	168367	171335
应收款项	5238	6069	5468	5535	5633	营业成本	150745	148486	149802	151261	153564
存货净额	12262	14554	14076	14202	14413	营业税金及附加	666	653	665	673	685
其他流动资产	18203	20559	19959	20204	20560	销售费用	461	446	416	421	428
<b>流动资产合计</b>	<b>58334</b>	<b>66648</b>	<b>64874</b>	<b>68310</b>	<b>72414</b>	管理费用	1765	1711	1640	1659	1685
固定资产	55741	58927	61267	61454	61532	研发费用	6441	6828	6653	6735	6853
无形资产及其他	4551	5729	5586	5443	5300	财务费用	(18)	72	134	76	(29)
投资性房地产	338	829	829	829	829	投资收益	147	470	350	350	350
长期股权投资	726	1000	1150	1300	1450	资产减值及公允价值变动	20	68	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>119690</b>	<b>133133</b>	<b>133706</b>	<b>137335</b>	<b>141524</b>	其他收入	(30)	684	600	600	600
短期借款及交易性金融负债	5262	5696	5000	4000	3000	营业利润	8714	7491	7982	8512	9118
应付款项	26416	26307	24131	24346	24708	营业外净收支	(40)	(4)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	18320	19869	19332	19505	19796	<b>利润总额</b>	<b>8673</b>	<b>7487</b>	<b>7977</b>	<b>8507</b>	<b>9113</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>49997</b>	<b>51872</b>	<b>48463</b>	<b>47851</b>	<b>47504</b>	所得税费用	999	847	917	978	1048
长期借款及应付债券	10913	15574	15574	15574	15574	少数股东损益	1296	1561	1663	1774	1900
其他长期负债	1187	1345	1445	1545	1645	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6379</b>	<b>5079</b>	<b>5396</b>	<b>5755</b>	<b>6165</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>12100</b>	<b>16919</b>	<b>17019</b>	<b>17119</b>	<b>17219</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>62097</b>	<b>68791</b>	<b>65482</b>	<b>64970</b>	<b>64723</b>	净利润	6379	5079	5396	5755	6165
少数股东权益	7653	11082	11996	12972	14017	资产减值准备	67	(50)	8	3	1
股东权益	49939	53260	56228	59393	62783	折旧摊销	3376	3842	3815	3974	4085
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>119690</b>	<b>133133</b>	<b>133706</b>	<b>137335</b>	<b>141524</b>	公允价值变动损失	(20)	(68)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	(18)	72	134	76	(29)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	5413	(4421)	(927)	53	89
每股收益	0.92	0.74	0.78	0.83	0.89	其它	683	897	907	973	1044
每股红利	0.39	0.34	0.35	0.37	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>15898</b>	<b>5278</b>	<b>9179</b>	<b>10737</b>	<b>11364</b>
每股净资产	7.23	7.71	8.14	8.60	9.09	资本开支	0	(6881)	(6000)	(4000)	(4000)
ROIC	12.84%	9.03%	10%	10%	11%	其它投资现金流	(6276)	(8378)	0	0	0
ROE	12.77%	9.54%	10%	10%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(6457)</b>	<b>(15533)</b>	<b>(6150)</b>	<b>(4150)</b>	<b>(4150)</b>
毛利率	11%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	236	1930	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	4%	5%	5%	负债净变化	9790	4662	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(2685)	(2323)	(2428)	(2590)	(2774)
收入增长	-2%	-2%	1%	1%	2%	其它融资现金流	(20433)	(1897)	(696)	(1000)	(1000)
净利润增长率	-34%	-20%	6%	7%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(5987)</b>	<b>4712</b>	<b>(3124)</b>	<b>(3590)</b>	<b>(3774)</b>
资产负债率	58%	60%	58%	57%	56%	<b>现金净变动</b>	<b>3454</b>	<b>(5543)</b>	<b>(95)</b>	<b>2997</b>	<b>3440</b>
股息率	7.4%	6.4%	6.7%	7.2%	7.7%	货币资金的期初余额	7706	11159	5616	5521	8519
P/E	5.7	7.1	6.7	6.3	5.9	货币资金的期末余额	11159	5616	5521	8519	11958
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	企业自由现金流	0	(1837)	3212	6769	7359
EV/EBITDA	8.2	10.3	9.3	8.7	8.3	权益自由现金流	0	928	2177	5480	6163

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提及的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