

华菱钢铁 (000932.SZ)

品种钢销量占比提升，汽车板业务逆势增长

优于大市

核心观点

2024H1 公司归母净利润同比下降 48%。2024H1 实现营收 757 亿元（同比-4.5%），归母净利润 13.3 亿元（-48.2%），扣非归母净利润 11.6 亿元（-53.3%），经营性净现金流 55 亿元（去年同期-1.5 亿元）。经营性净现金流大幅增加主要是公司加强两金管理，存货、应收账款同比下降；另由于外部融资环境变化，票据贴现成本低于贷款成本，公司票据贴现和票据支付均同比增加所致。

品种钢销量占比继续提升。2024H1 实现高端重点品种钢销量 821 万吨，在总销量中占比提升至 64.6%；加快拓展海外市场，完成钢材出口销量 85.7 万吨，全部为高附加值品种，其中二季度完成钢材出口销量 53.3 万吨，单季同比增长 37.6%，环比增长 64.5%。

主要子公司业绩表现分化：受钢铁行业低迷影响，华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管净利润都有明显下滑，对比历史水平，处于低位。而华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司（简称“VAMA”）专注于高端汽车用钢市场，凭借高端产品定位和技术创新优势引领汽车轻量化发展趋势，在报告期实现了业绩逆势增长。在高端汽车板领域，汽车板合资公司与全球优秀钢铁企业安赛乐米塔尔新技术同步共享、新产品同步上市，以强度高达 1500MPa 的 Usibor®1500 高强超轻汽车钢板为主打产品，是国际知名新能源汽车、国内主流主机厂的主要供应商。

风险提示：需求端出现超预期下滑；原材料价格波动超预期；项目建设进度不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级

预计 2024-2026 年收入 1537/1556/1583 亿元，同比增速-6.5/1.2/1.7%，归母净利润 32.69/41.08/53.09 亿元，同比增速-35.6/25.6/29.2%；摊薄 EPS 分别为 0.47/0.59/0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 8.3/6.6/5.1x。当前钢铁行业运行面临困难，公司一方面推进产品结构高端化，一方面极致降本增效，维持“优于大市”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	153,703	155,579	158,281
(+/-%)	-1.7%	-2.5%	-6.5%	1.2%	1.7%
净利润(百万元)	6379	5079	3269	4108	5309
(+/-%)	-34.1%	-20.4%	-35.6%	25.6%	29.2%
每股收益(元)	0.92	0.74	0.47	0.59	0.77
EBIT Margin	5.1%	3.9%	2.6%	3.2%	4.0%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	9.5%	5.9%	7.1%	8.7%
市盈率 (PE)	4.3	5.4	8.3	6.6	5.1
EV/EBITDA	7.5	9.4	8.5	7.5	6.6
市净率 (PB)	0.55	0.51	0.49	0.47	0.45

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：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.95 元
总市值/流通市值	27289/27289 百万元
52 周最高价/最低价	6.43/3.86 元
近 3 个月日均成交额	242.60 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) - 产品结构升级，分红比例提升》 — 2024-04-03
- 《华菱钢铁 (000932.SZ) - 2023 年三季度报点评-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) - 2022 年三季度报点评：业绩稳定性反复验证》 — 2022-10-31

2024H1 公司归母净利润同比下降 48%。2024H1 实现营收 757 亿元（同比-4.5%），归母净利润 13.3 亿元（-48.2%），扣非归母净利润 11.6 亿元（-53.3%），经营性净现金流 55 亿元（去年同期-1.5 亿元）。经营性净现金流大幅增加主要是公司加强两金管理，存货、应收账款同比下降；另由于外部融资环境变化，票据贴现成本低于贷款成本，公司票据贴现和票据支付均同比增加所致。

品种钢销量占比继续提升。2024H1 实现高端重点品种钢销量 821 万吨，在总销量中占比提升至 64.6%（图 5）；加快拓展海外市场，完成钢材出口销量 85.7 万吨，全部为高附加值品种，其中二季度完成钢材出口销量 53.3 万吨，单季同比增长 37.6%，环比增长 64.5%。

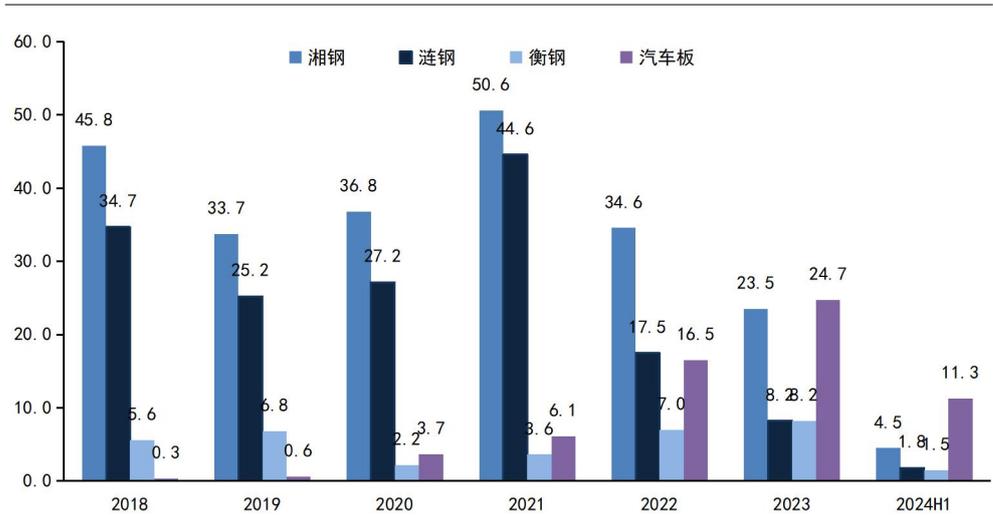
主要子公司业绩表现分化：受钢铁行业低迷影响，华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管净利润都有明显下滑，对比历史水平，处于低位。而华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司（简称“VAMA”）专注于高端汽车用钢市场，凭借高端产品定位和技术创新优势引领汽车轻量化发展趋势，在报告期实现了业绩逆势增长。在高强汽车板领域，汽车板合资公司与全球优秀钢铁企业安赛乐米塔尔新技术同步共享、新产品同步上市，以强度高达 1500MPa 的 Usibor®1500 高强超轻汽车钢板为主打产品，是国际知名新能源汽车、国内主流主机厂的主要供应商。

表1: 主要子公司净利润（亿元）

主要子公司	持股比例	2023H1	2023 年	2024H1	2024H1 同比增速
华菱湘钢	100%	11.5	23.5	4.5	-60.9%
华菱涟钢	100%	5.4	8.2	1.8	-66.7%
华菱钢管	85.91%	4.4	8.4	1.5	-65.9%
汽车板公司	50%	10.2	24.7	11.3	10.8%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1: 主要子公司净利润历史变动（亿元）



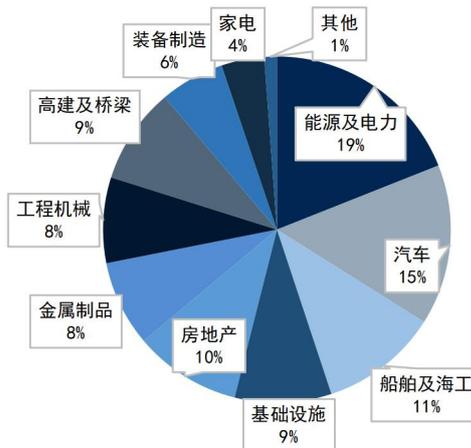
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 钢材分品种销量 (万吨)



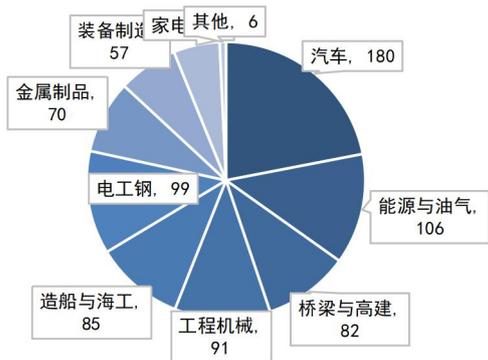
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司钢材下游需求分布



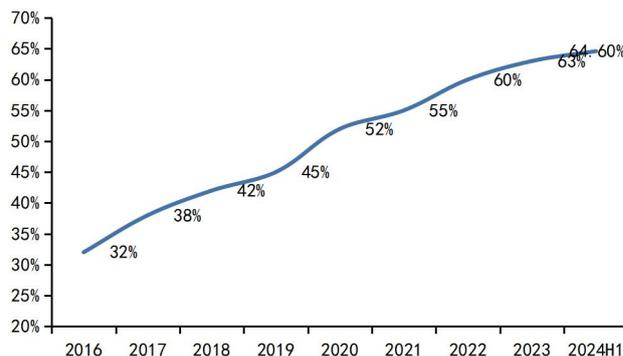
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司各类品种钢产量 (万吨)



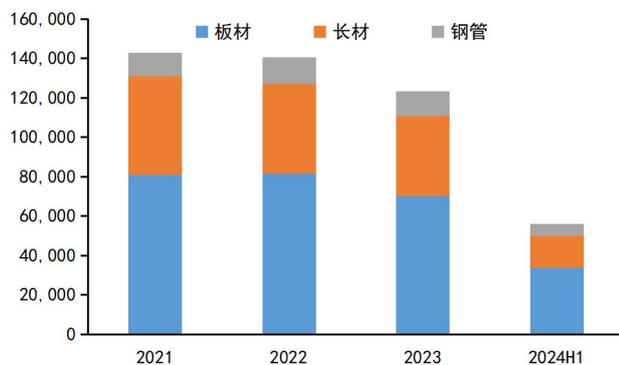
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司品种钢占总销量比重



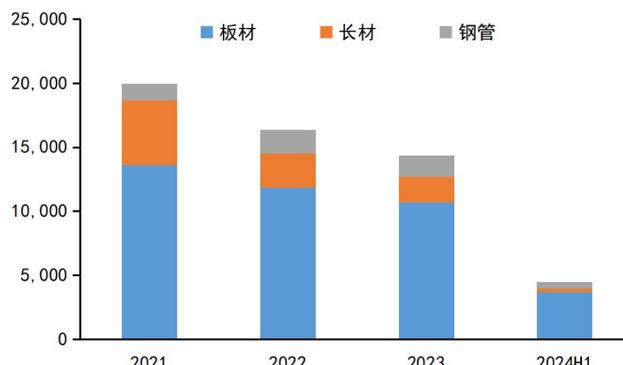
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 钢材营业收入构成 (百万元)



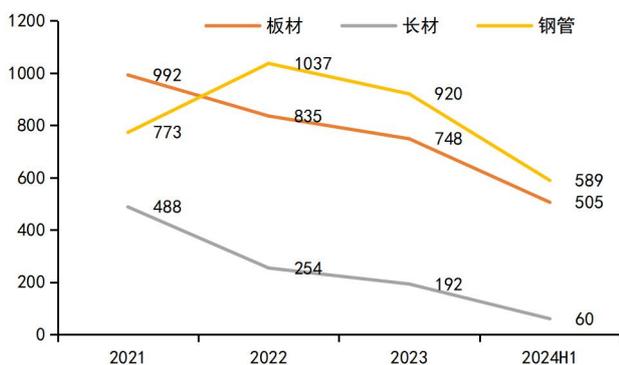
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 钢材毛利润构成 (单位: 百万元)



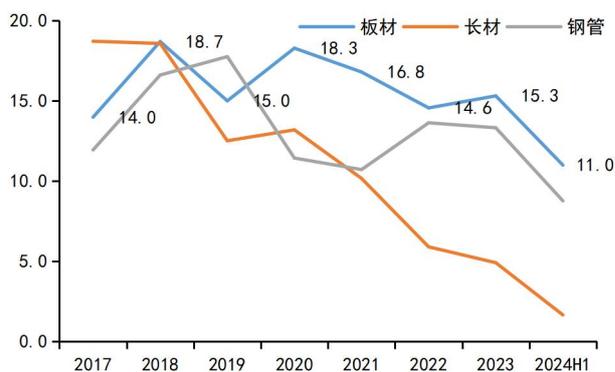
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 钢材产品毛利润 (元/吨)



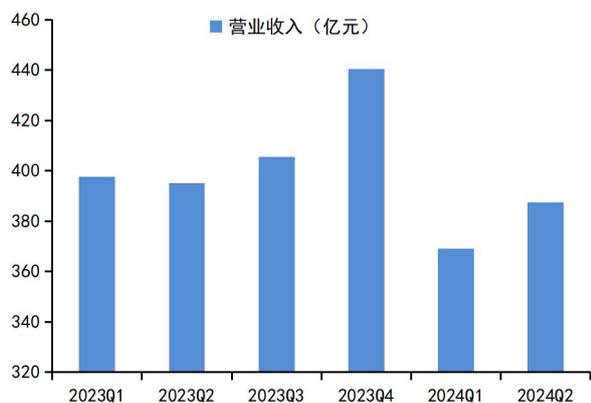
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 钢材分产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 单季度营业收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 单季归母净利润 (单位: 亿元)



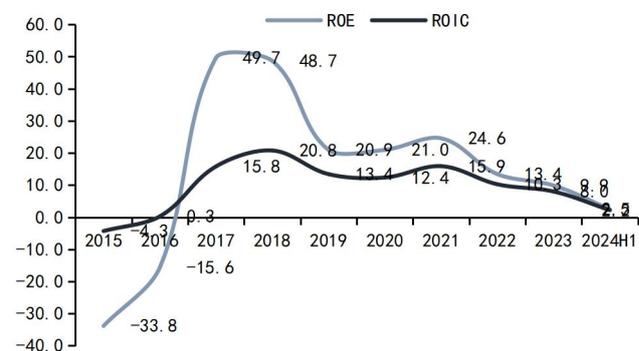
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 毛利率、净利率变化



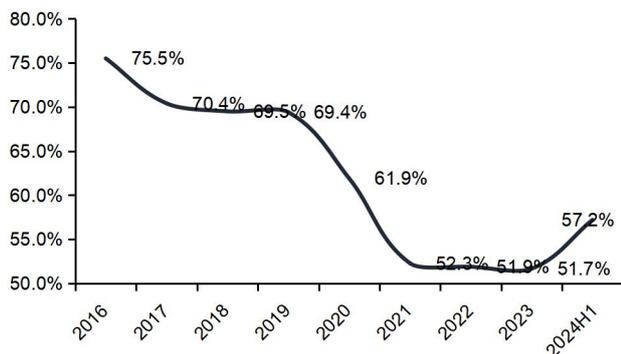
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: ROE、ROIC 变化 (%)



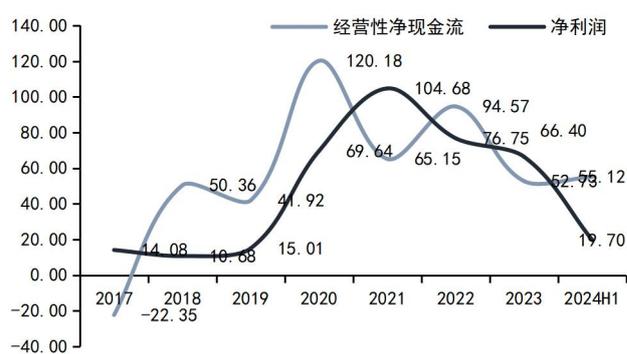
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 经营性净现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 预计2024-2026年收入1537/1556/1583亿元,同比增速-6.5/1.2/1.7%,归母净利润32.69/41.08/53.09亿元,同比增速-35.6/25.6/29.2%;摊薄EPS分别为0.47/0.59/0.77元,当前股价对应PE分别为8.3/6.6/5.1x。当前钢铁行业运行面临困难,公司一方面推进产品结构高端化,一方面极致降本增效,维持“优于大市”评级。

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	8429	15033	23647	营业收入	168637	164465	153703	155579	158281
应收款项	5238	6069	4211	4262	4336	营业成本	150745	148486	140575	141357	142563
存货净额	12262	14554	7424	7442	7497	营业税金及附加	666	653	615	622	633
其他流动资产	18203	20559	18444	18669	18994	销售费用	461	446	384	389	396
流动资产合计	58334	66648	58358	65257	74324	管理费用	1765	1711	1920	1941	1970
固定资产	55741	58927	59223	56063	51691	研发费用	6441	6828	6148	6223	6331
无形资产及其他	4551	5729	5501	5273	5045	财务费用	(18)	72	250	132	(58)
投资性房地产	338	829	829	829	829	投资收益	147	470	500	500	500
长期股权投资	726	1000	1100	1200	1300	资产减值及公允价值变动	(155)	(60)	0	0	0
资产总计	119690	133133	125010	128621	133189	其他收入	(6295)	(6016)	(4848)	(4923)	(5031)
短期借款及交易性金融负债	5262	5696	5696	5696	5696	营业利润	8714	7491	5611	6715	8246
应付款项	26416	26307	18561	18605	18742	营业外净收支	(40)	(4)	0	0	0
其他流动负债	18320	19869	16532	16574	16699	利润总额	8673	7487	5611	6715	8246
流动负债合计	49997	51872	40788	40875	41137	所得税费用	999	847	842	1007	1237
长期借款及应付债券	10913	15574	15574	15574	15574	少数股东损益	1296	1561	1500	1600	1700
其他长期负债	1187	1345	1445	1545	1645	归属于母公司净利润	6379	5079	3269	4108	5309
长期负债合计	12100	16919	17019	17119	17219	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	62097	68791	57807	57994	58356	净利润	6379	5079	3269	4108	5309
少数股东权益	7653	11082	11982	12942	13962	资产减值准备	67	(50)	7	(3)	(6)
股东权益	49939	53260	55221	57686	60871	折旧摊销	3376	3842	5927	6393	6606
负债和股东权益总计	119690	133133	125010	128621	133189	公允价值变动损失	155	60	0	0	0
						财务费用	(18)	72	250	132	(58)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	5413	(4421)	125	(111)	(97)
每股收益	0.92	0.74	0.47	0.59	0.77	其它	683	897	893	963	1026
每股红利	0.39	0.34	0.19	0.24	0.31	经营活动现金流	16074	5406	10221	11349	12838
每股净资产	7.23	7.71	7.99	8.35	8.81	资本开支	0	(6754)	(6001)	(3001)	(2001)
ROIC	13%	9%	5%	7%	10%	其它投资现金流	(6276)	(8378)	0	0	0
ROE	13%	10%	6%	7%	9%	投资活动现金流	(6457)	(15406)	(6101)	(3101)	(2101)
毛利率	11%	10%	9%	9%	10%	权益性融资	236	1930	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	3%	3%	4%	负债净变化	9790	4662	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	6%	7%	8%	支付股利、利息	(2685)	(2323)	(1308)	(1643)	(2123)
收入增长	-2%	-2%	-7%	1%	2%	其它融资现金流	(20608)	(2152)	0	0	0
净利润增长率	-34%	-20%	-36%	26%	29%	融资活动现金流	(6163)	4456	(1308)	(1643)	(2123)
资产负债率	58%	60%	56%	55%	54%	现金净变动	3454	(5543)	2813	6605	8614
息率	9.8%	8.5%	4.8%	6.0%	7.8%	货币资金的期初余额	7706	11159	5616	8429	15033
P/E	4.3	5.4	8.3	6.6	5.1	货币资金的期末余额	11159	5616	8429	15033	23647
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	企业自由现金流	0	(1710)	3503	7570	9938
EV/EBITDA	7.5	9.4	8.5	7.5	6.6	权益自由现金流	0	800	3290	7458	9987

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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