

公司研究

Q3 业绩显著优于行业平均水平

——华菱钢铁（000932.SZ）2024 年三季度报点评

要点

事件： 2024 年前三季度公司实现营业收入 1116.66 亿元，同比-7.15%，实现归母净利润 17.71 亿元，同比-56.86%。2024 年 Q3 实现营业收入 357.16 亿元，同比-12.28%，环比-8.19%；归母净利润 4.40 亿元，同比-71.39%，环比-53.22%。

Q3 公司业绩优于行业，自由现金流处于 2017 年以来中高位： 2024 年 Q3 黑色金属冶炼和压延加工业利润总额为-338 亿元，吨钢亏损为 142 元/吨，而 Q3 公司利润为 9.13 亿元；2017 年至今公司单季度自由现金流均值为 13.29 亿元，2024Q3 单季度公司自由现金流为 19.56 亿元。

产线装备持续升级，品种钢占比有望进一步提升。 2024 年上半年，公司完成薄规格新能源汽车驱动电机用高端无取向电工钢试制，产销量达到全年生产 20 万吨无取向硅钢成品的进度目标，进一步提升公司硅钢产品的竞争力水平。公司硅钢二期第一步建设正在有序推进中，预计 2025 年一季度投产。2024 年以来，汽车板二期项目（45 万吨镀锌年产能）产线认证和专利产品认证工作有序推进，力争 2024 年达产并贡献更多的高附加值产品。

2025 年底完成超低排放改造及硅钢项目建设后，公司分红比例有望进一步提升。 近年来，公司资本性支出主要围绕超低排放改造、产线升级和产品结构调整、数智化三大类展开，2024 年公司新开工项目固定资产投资中，超低排放改造项目占 49%，产品升级项目占 45%，剩余 6%为数智化转型升级项目。随着 2025 年底前全面完成超低排放改造及硅钢等项目相继建成投产，公司的资本性开支将降低。随着资本性开支减少，自由现金流增加，未来公司分红比例有进一步提升的空间。

制定“质量回报双提升”专项行动方案，公司中长期投资价值凸显： 2024 年 10 月 8 日，公司发布《关于推动落实“质量回报双提升”专项行动方案的公告》，具体如下：（1）加快高端化、智能化、绿色化转型升级，推动企业高质量发展；（2）发展新质生产力，销研产攻关取得新突破；（3）深化“三项制度”改革，不断提升治理效能；（4）坚持以投资者需求为导向，持续提升信息披露的质量；（5）建立稳定透明的分红机制，积极回报各位股东，其中 2024 年 7 月-9 月，公司控股股东湖南钢铁集团有限公司及其一致行动人在二级市场增持了公司 2% 的股份，彰显管理层对于公司长期发展的信心。

盈利预测、估值与评级： 我们维持公司 2024-2026 年公司归母净利润预测分别为 28.38、30.94、32.86 亿元，华菱钢铁作为钢铁行业龙头企业，品种结构有望进一步高端化，维持公司“增持”评级。

风险提示： 原材料价格维持高位；品种钢占比提升不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	168,099	163,897	168,106	170,689	172,246
营业收入增长率	-1.80%	-2.50%	2.57%	1.54%	0.91%
净利润（百万元）	6,379	5,079	2,838	3,094	3,286
净利润增长率	-34.10%	-20.38%	-44.11%	9.02%	6.20%
EPS（元）	1.04	0.74	0.41	0.45	0.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.77%	9.54%	5.21%	5.46%	5.57%
P/E	4	6	11	10	10
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-30

增持（维持）

当前价：4.52 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

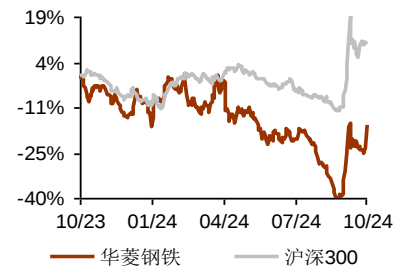
021-52523812

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元):	312.27
一年最低/最高(元):	3.32/5.74
近 3 月换手率:	91.01%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.63	-17.17	-28.31
绝对	-3.83	-1.74	-19.78

资料来源：Wind

相关研报

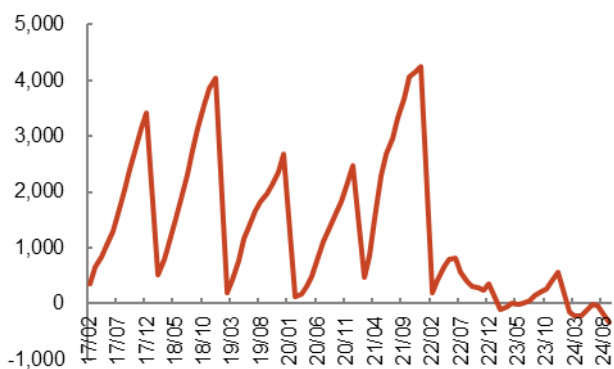
二季度业绩环比强劲反弹——华菱钢铁（000932.SZ）2024 年中报点评（2024-08-30）
整体竞争优势依然明显——华菱钢铁（000932.SZ）2024 年一季报点评（2024-05-04）
竞争优势持续显现：税前利润率是行业均值的 6.7 倍，股息率达 4.4%——华菱钢铁（000932.SZ）2023 年年报点评（2024-03-31）

表 1：华菱钢铁主要季度财务指标（亿元，%）

单位：亿元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
主营业务收入	409.63	433.59	400.69	437.08	397.62	395.10	405.70	440.55	369.12	387.58	355.71
同比增长率	6%	-6%	-20%	22%	-3%	-9%	1%	1%	-7%	-2%	-12%
毛利	48.34	46.95	38.87	39.37	29.50	44.23	44.40	35.98	21.64	31.54	24.38
毛利率	11.80%	10.83%	9.70%	9.01%	7.42%	11.19%	10.94%	8.17%	5.86%	8.14%	6.85%
销售费用	0.96	1.03	1.13	1.48	1.03	1.13	0.94	1.35	1.06	1.06	1.24
财务费用	0.66	-0.32	-0.61	0.09	0.31	-0.28	0.18	0.51	0.60	0.41	0.80
管理费用	6.29	6.62	5.79	-1.05	4.07	4.28	4.91	3.84	4.19	3.99	3.68
研发费用	14.34	16.89	15.60	17.58	13.51	15.62	17.48	21.67	12.88	18.54	13.37
期间费用率	5.43%	5.59%	5.47%	4.14%	4.76%	5.25%	5.80%	6.22%	5.07%	6.19%	5.37%
税前利润	26.43	21.63	18.79	19.88	11.55	24.81	22.29	16.22	9.06	15.14	9.13
归属母公司净利润	21.11	17.10	13.10	12.48	6.89	18.80	15.37	9.74	3.92	9.40	4.40
净利率	5.15%	3.94%	3.27%	2.85%	1.73%	4.76%	3.79%	2.21%	1.06%	2.42%	1.24%
同比增长率	3%	-51%	-40%	-35%	-67%	10%	17%	-22%	-43%	-50%	-71%
扣非净利润	20.49	16.79	12.32	12.51	6.44	18.44	15.08	6.83	3.23	8.40	3.30
期末净资产	530	538	557	576	602	610	629	643	650	647	655
年化 ROE	15.92%	12.71%	9.41%	8.66%	4.57%	12.34%	9.77%	6.05%	2.41%	5.81%	2.69%
自由现金流	(11.8)	21.1	28.3	(4.0)	(45.7)	19.5	69.1	(52.2)	(8.4)	41.0	19.6
最新总股本 (亿股)	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09
摊薄 EPS (元/股)	0.31	0.25	0.19	0.18	0.10	0.27	0.22	0.14	0.06	0.14	0.06

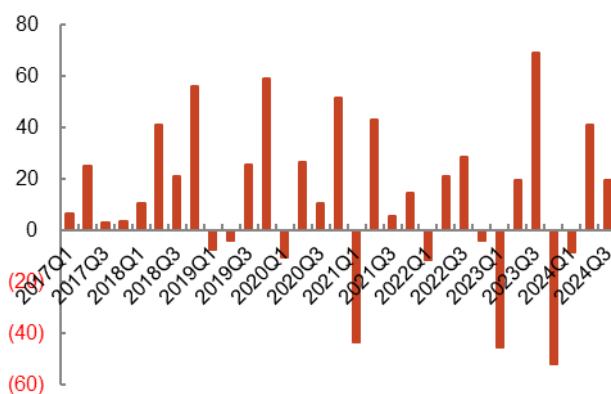
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 1：2017 年至今黑色金属冶炼和压延加工业利润总额累计值（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所（时间截至 2024 年 9 月）

图 2：2017 年至今公司单季度自由现金流（亿元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所（时间截至 2024Q3）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	168,099	163,897	168,106	170,689	172,246
营业成本	150,745	148,486	153,878	156,020	156,888
折旧和摊销	3,376	3,842	3,433	3,540	3,655
税金及附加	666	653	670	680	687
销售费用	461	446	437	427	413
管理费用	1,765	1,711	1,748	1,758	1,757
研发费用	6,441	6,828	7,003	7,111	7,176
财务费用	-18	72	704	763	841
投资收益	147	470	470	470	470
营业利润	8,714	7,491	4,442	4,704	5,280
利润总额	8,673	7,487	4,426	4,684	5,267
所得税	999	847	501	530	596
净利润	7,675	6,640	3,925	4,154	4,671
少数股东损益	1,296	1,561	1,087	1,060	1,385
归属母公司净利润	6,379	5,079	2,838	3,094	3,286
EPS(元)	1.04	0.74	0.41	0.45	0.48

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9,457	5,273	5,368	5,189	5,901
净利润	6,379	5,079	2,838	3,094	3,286
折旧摊销	3,376	3,842	3,433	3,540	3,655
净营运资金增加	2,191	11,939	2,298	2,911	2,859
其他	-2,488	-15,587	-3,201	-4,357	-3,899
投资活动产生现金流	-13,926	-15,997	-5,051	-5,410	-5,402
净资本支出	-6,094	-6,204	-5,100	-5,100	-5,100
长期投资变化	726	1,000	-700	-700	-700
其他资产变化	-8,558	-10,793	749	390	398
融资活动现金流	5,768	5,989	-890	299	332
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,679	5,095	1,593	2,119	2,237
无息负债变化	3,710	1,598	1,341	324	303
净现金流	1,535	-4,544	-573	78	831

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	10.3%	9.4%	8.5%	8.6%	8.9%
EBITDA 率	7.0%	6.5%	4.8%	5.0%	5.4%
EBIT 率	5.0%	4.2%	2.8%	3.0%	3.3%
税前净利润率	5.2%	4.6%	2.6%	2.7%	3.1%
归母净利润率	3.8%	3.1%	1.7%	1.8%	1.9%
ROA	6.4%	5.0%	2.8%	2.9%	3.1%
ROE (摊薄)	12.8%	9.5%	5.2%	5.5%	5.6%
经营性 ROIC	11.4%	7.5%	4.9%	4.9%	5.3%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	52%	52%	52%	51%	51%
流动比率	1.17	1.28	1.34	1.42	1.51
速动比率	0.92	1.00	0.99	0.99	1.02
归母权益/有息债务	3.09	2.50	2.38	2.27	2.17
有形资产/有息债务	7.11	5.98	5.80	5.53	5.31

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	119,690	133,133	138,402	144,060	150,277
货币资金	11,159	5,616	5,043	5,121	5,952
交易性金融资产	1,458	1,804	1,804	1,774	1,758
应收账款	4,513	5,252	5,387	5,470	5,520
应收票据	612	723	741	752	759
其他应收款 (合计)	117	99	101	103	104
存货	12,262	14,554	18,465	21,843	25,102
其他流动资产	14,399	16,414	15,993	15,735	15,579
流动资产合计	58,334	66,648	69,867	73,190	77,190
其他权益工具	42	530	204	259	331
长期股权投资	726	1,000	1,700	2,400	3,100
固定资产	49,493	53,536	53,442	53,561	53,803
在建工程	6,248	5,391	6,668	7,626	8,345
无形资产	4,551	5,729	5,714	5,693	5,679
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	37	20	33	33	33
非流动资产合计	61,356	66,484	68,535	70,870	73,087
总负债	62,097	68,791	71,725	74,168	76,708
短期借款	4,615	3,051	1,644	763	0
应付账款	10,479	10,176	10,546	10,693	10,752
应付票据	15,937	16,131	16,717	16,950	17,044
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5,875	6,979	7,821	7,950	8,028
流动负债合计	49,997	51,872	52,091	51,651	51,261
长期借款	10,913	15,574	18,574	21,574	24,574
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,055	1,245	1,055	938	867
非流动负债合计	12,100	16,919	19,634	22,517	25,447
股东权益	57,592	64,341	66,677	69,892	73,569
股本	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909
公积金	15,431	15,451	15,735	16,044	16,373
未分配利润	27,566	30,894	31,860	33,705	35,669
归属母公司权益	49,939	53,260	54,509	56,664	58,956
少数股东权益	7,653	11,082	12,169	13,228	14,613

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.27%	0.27%	0.26%	0.25%	0.24%
管理费用率	1.05%	1.04%	1.04%	1.03%	1.02%
财务费用率	-0.01%	0.04%	0.42%	0.45%	0.49%
研发费用率	3.83%	4.17%	4.17%	4.17%	4.17%
所得税率	12%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.24	0.23	0.14	0.14	0.16
每股经营现金流	1.54	0.76	0.78	0.75	0.85
每股净资产	8.15	7.71	7.89	8.20	8.53
每股销售收入	27.43	23.72	24.33	24.71	24.93

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	4	6	11	10	10
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.6	6.6	9.2	9.1	8.8
股息率	5.3%	5.1%	3.0%	3.2%	3.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
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	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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP