



Research and
Development Center

蓄劲待时：华菱钢铁的“弹”与“韧”

—华菱钢铁(000932)公司首次覆盖报告

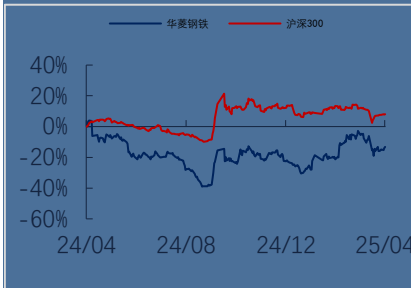
2025年4月24日

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告

华菱钢铁(000932)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	4.83
52周内股价波动区间(元)	5.78-3.39
最近一月涨跌幅(%)	-10.08
总股本(亿股)	69.09
流通A股比例(%)	100%
总市值(亿元)	326.78

资料来源：聚源，信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

高升 能源、钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

刘波 能源、钢铁行业研究助理

邮箱：liubo1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

蓄劲待时：华菱钢铁的“弹”与“韧”

2025年04月24日

报告内容摘要：

- ◆ **华菱钢铁作为华南钢铁巨头，产能规模大、成长性高，具备突出的规模优势，近年来公司持续推进高端化战略落地，叠加自身持续的提质增效，公司竞争力突出。当前，钢铁行业仍处周期底部，在“稳增长”政策及供给侧调整预期下，未来钢铁行业产业格局有望稳中趋好，随着经济周期、钢铁板块的修复，华菱钢铁底部向上弹性较为显著，具有良好的投资价值。**
- ◆ **“大体量”——华菱钢铁具备显著的规模效应。**公司拥有五大钢铁生产基地，差异化布局；华菱湘钢重点生产宽厚板、线棒材；阳春新钢聚焦建筑用螺纹钢、冷锻钢等棒线材；华菱涟钢重点生产热轧、冷轧、硅钢、螺纹钢，是国内最大硅钢基料供应商；华菱衡钢自主开发油气用管、压力容器管等产品；汽车板公司（VAMA）是全系列高端汽车用钢的专业供应商，钢材品类齐全。截至2024年年底，公司钢材产能超2700万吨，钢材产量超2500万吨，按粗钢产量排名，华菱钢铁体量位列全球第14大、全国第8大钢铁公司。
- ◆ **“高成长”——华菱钢铁规模持续成长。**公司产能规模不断扩大，从2017年的2100余万吨增长至2023年的2700余万吨，增速较为显著。2025年，公司将加快推进华菱湘钢板材精整和表面处理中心、棒材精整线三期，华菱涟钢硅钢二期一步、冷轧高端家电板，华菱衡钢特大口径连轧管等项目建设，未来，公司还将加快推进汽车板三期项目，公司高端产能规模成长仍在继续。
- ◆ **“高端化”——公司积极推动高端化战略。**2016年以来华菱钢铁研发支出占营收比例均维持3%-4%，研发支出总额及占比均处于行业内较高水平。通过研发创新，高端产能持续落地，2024年重点品种钢销量占比达到65%，较2023年再提升2个百分点。展望未来，1)宽厚板领域：持续巩固造船板、海工钢等战略品种竞争优势；2)薄板板块：推动汽车板实现从基板到高端镀锌产品的产业链延伸，同步推进硅钢产品迭代升级；3)线棒材与钢管业务：加速“优转特”战略落地。
- ◆ **“强内功”——公司持续提质增效。**2024年公司资产负债率为56%，较2016年峰值下降约30pct，有息负债率39.4%，较峰值下降约20pct，公司财务费用持续下降，2024年降至0.88亿元，考虑到当前钢铁行业所处的底部位置，公司整体偿债能力较优。
- ◆ **投资建议：我们认为华菱钢铁有望充分受益产量增长的规模效益及高端化带来的盈利能力抬升，随着钢铁板块的修复，华菱钢铁底部向上弹性较为显著，我们看好公司当前经营业绩改善和未来发展潜力，现阶段具有较好的投资潜力。截至4月23日收盘价，我们预测公司2025-2027年归属于母公司的净利润分别为23.00、26.70、30.08亿元；EPS为0.33、0.39、0.44元/股；对应PE为14.51x、12.50x、11.09x。综合考虑公司在汽车板、硅钢等高端产品方面的成长性，参照宝钢股份、南钢股份两家可比公司市净率表现，考虑到公司规模及产品结构有所差异，我们认为公司合理PB为0.72x（约为可**

CINDASECURITIESCO., LTD

 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
 B座

邮编: 100031

比公司 PB 均值的 80%)，对应华菱钢铁 2025 年合理市值为 488 亿元，合理股价为 7.07 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

- ◆ **风险因素：**国际形势的大幅变化；宏观经济不及预期；房地产持续大幅下行；钢铁冶炼技术发生重大革新；公司管理变革实施不及预期；公司发展规划出现重大调整。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	164,465	144,685	140,376	139,644	141,185
增长率 YoY%	-2.5%	-12.0%	-3.0%	-0.5%	1.1%
归属母公司净利润 (百万元)	5,079	2,032	2,300	2,670	3,008
增长率 YoY%	-20.4%	-60.0%	13.2%	16.1%	12.6%
毛利率%	9.4%	6.8%	7.4%	7.9%	8.3%
净资产收益率ROE%	9.5%	3.8%	4.1%	4.6%	5.0%
EPS(摊薄)(元)	0.74	0.29	0.33	0.39	0.44
市盈率 P/E(倍)	6.57	16.42	14.51	12.50	11.09
市净率 P/B(倍)	0.63	0.62	0.60	0.58	0.56

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 23 日收盘价

目录

投资聚焦	6
一、规模突出的湖南钢铁巨头	7
1.发展历程：湖南省钢铁整合先锋	7
2.钢铁主业：五大基地差异布局	8
二、高端化战略持续落地，品种钢构筑竞争壁垒	14
1.VAMA：定位高端汽车板，内生成长增厚盈利	14
2.华菱涟钢：硅钢基料+产品一体化	17
3.其他基地：差异化发展，全品类布局	22
三、量质并举，稳步向前	23
1.周期底部潜心修炼“内功”，持续提质增效	23
2.大体量+高成长+高端化，底部向上弹性显著	26
四、盈利预测	30
投资建议	32
风险因素	33

表目录

表 1：公司主要产品	8
表 2：公司重要子公司基本情况	9
表 3：公司当前重点在建项目	27
表 4：公司产品优化升级成果	28
表 5：华菱钢铁板材业务假设	30
表 6：华菱钢铁长材业务假设	30
表 7：华菱钢铁钢管业务假设	30
表 8：可比公司盈利预测与估值	31

图目录

图 1：华菱钢铁发展历程	7
图 2：华菱钢铁股权结构	8
图 3：2019-2024 年公司钢材产量（万吨，%）	9
图 4：2019-2024 年公司钢材销量（万吨，%）	9
图 5：2021-2024 年公司分品种销量（万吨）	10
图 6：2021-2024 年公司分板块营收占比（%）	10
图 7：2021-2024 年公司分板块毛利占比（%）	10
图 8：2018-2024 年公司研发投入情况（亿元，%）	11
图 9：2019-2024 年公司品种钢销量情况（万吨）	11
图 10：2019-2024 年公司吨钢售价（元/吨）	11
图 11：2019-2024 年公司吨钢毛利（元/吨）	11
图 12：2018-2024 年公司毛利率变动（%）	11
图 13：2019-2024 年公司吨钢成本（元/吨）	12
图 14：2018-2024 年公司费用变动情况（亿元，%）	12
图 15：2018-2024 年公司营业收入及增速（亿元，%）	12
图 16：2020-2024 年公司季度营业收入（亿元）	12
图 17：2018-2024 年公司归母净利润及增速（亿元，%）	13
图 18：2021-2024 年公司季度归母净利润（亿元）	13
图 19：VAMA 产品结构	14
图 20：2010-2023 年欧洲车身会议展车用车材统计	15
图 21：2017-2023 年中国轻量化车身及 2023 年中国十佳车身评选用车材	15
图 22：2010-2023 年欧洲车身会议钢制车身钢种比例	15
图 23：三代高强汽车钢的性能分布	16
图 24：2021-2024 年中国汽车行业耗钢量变化（万吨）	17
图 25：2020-2024 年 VAMA 营收收入（亿元）	17
图 26：2020-2024 年 VAMA 净利润（亿元）	17
图 27：公司硅钢产品发展历程	18

图 28: 硅钢分类.....	18
图 29: 取向硅钢典型制备工艺流程.....	19
图 30: 取向硅钢产品及技术发展历程.....	19
图 31: 无取向硅钢技术发展历程.....	20
图 32: 高强度无取向硅钢与普通产品的抗拉强度对比.....	20
图 33: 高强度无取向硅钢与普通产品的铁损 P _{15/50} 对比.....	20
图 34: 2017-2024 年华菱涟钢营收收入 (亿元).....	21
图 35: 2017-2024 年华菱涟钢净利润 (亿元).....	21
图 36: 2017-2024 年华菱湘钢营收收入 (亿元).....	22
图 37: 2017-2024 年华菱湘钢净利润 (亿元).....	22
图 38: 2017-2024 年华菱钢管营收收入 (亿元).....	22
图 39: 2017-2024 年华菱钢管净利润 (亿元).....	22
图 40: 2016-2024 年 H1 资产负债率 (%).....	23
图 41: 2015-2024 年公司负债结构图 (亿元).....	23
图 42: 2016-2024 年 H1 财务费用率 (%).....	23
图 43: 2016-2024 年公司财务费用 (亿元, %).....	23
图 44: 2016-2024 年 H1 有息负债率 (%).....	24
图 45: 2018-2024 年公司有息负债现金覆盖率 (%).....	24
图 46: 2016-2024 年 H1 流动比率 (%).....	24
图 47: 2016-2024 年 H1 速动比率 (%).....	24
图 48: 2016-2024H1 公司资本支出与折旧摊销之比.....	25
图 49: 2017-2023 年钢材产能及产量 (万吨, %).....	26
图 50: 2019-2024 年公司人均钢材产量 (吨/人).....	26
图 51: 2014-2023 年华菱钢铁粗钢产量全球排名.....	26
图 52: 2014-2023 年华菱钢铁粗钢产量全国排名.....	26
图 53: 2016-2024 年研发投入情况 (亿元, %).....	27
图 54: 2018-2024H1 研发投入行业位置 (%).....	27
图 55: 2020-2024 年品种钢销量占比结构.....	28
图 56: 2019-2024 年公司品种钢销量情况 (万吨).....	28
图 57: 2016-2024 年 H1 净资产收益率 (%).....	29
图 58: 华菱钢铁近 5 年市盈率 (TTM) 分位值.....	31
图 59: 华菱钢铁近 5 年市净率 (MRQ) 分位值.....	31

投资聚焦

虽然钢铁行业现阶段面临供需矛盾突出等困扰，行业利润整体低位，但伴随一系列“稳增长”政策纵深推进，钢铁需求总量有望逐步企稳，反观供给侧调整政策预期下钢铁供给总量及结构均有改善迹象，钢铁行业供需总体形势有望稳中向好。总体上，我们认为当前钢铁行业仍处于周期底部，在“稳增长”政策及供给侧调整预期下，未来钢铁行业产业格局有望稳中趋好，叠加当前部分公司已经处于价值低估区域，现阶段具备板块性投资机遇。

“大体量”——华菱钢铁具备显著的规模效应。公司拥有五大钢铁生产基地，差异化布局；华菱湘钢重点生产宽厚板、线棒材；阳春新钢聚焦建筑用螺纹钢、冷锻钢等棒线材；华菱涟钢重点生产热轧、冷轧、硅钢、螺纹钢，是国内最大硅钢基料供应商；华菱衡钢自主开发油气用管、压力容器管等产品；汽车板公司（VAMA）是全系列高端汽车用钢的专业供应商，钢材品类齐全。截至2024年年底，公司钢材产能超2700万吨，钢材产量超2500万吨，按粗钢产量排名，华菱钢铁体量位列全球第14大、全国第8大钢铁公司。

“高成长”——华菱钢铁规模持续成长。公司产能规模不断扩大，从2017年的2100余万吨增长至2023年的2700余万吨，增速较为显著。2025年，公司将加快推进华菱湘钢板材精整和表面处理中心、棒材精整线三期，华菱涟钢硅钢二期一步、冷轧高端家电板，华菱衡钢特大口径连轧管等项目建设，未来，公司还将加快推进汽车板三期项目，公司高端产能规模成长仍在继续。

“高端化”——公司积极推动高端化战略。2016年以来华菱钢铁研发支出占营收比例均维持3%-4%，研发支出总额及占比均处行业内较高水平。通过研发创新，高端产能持续落地，2024年重点品种钢销量占比达到65%，较2023年再提升2个百分点。展望未来，1）宽厚板领域：持续巩固造船板、海工钢等战略品种竞争优势；2）薄板板块：推动汽车板实现从基板到高端镀锌产品的产业链延伸，同步推进硅钢产品迭代升级；3）线棒材与钢管业务：加速“优转特”战略落地。

“强内功”——公司持续提质增效。2024年公司资产负债率为56%，较2016年峰值下降约30pct；有息负债率39.4%，较峰值下降约20pct，公司财务费用持续下降，2024年降至0.88亿元，考虑到当前钢铁行业所处的底部位置，公司整体偿债能力较优。

综合以上，我们认为华菱钢铁有望充分受益产量增长的规模效益及高端化带来的盈利能力抬升，随着经济周期、钢铁板块的修复，华菱钢铁底部向上弹性较为显著，我们看好公司当前经营业绩改善和未来发展潜力，现阶段具有较好的投资潜力。

一、规模突出的湖南钢铁巨头

1. 发展历程：湖南省钢铁整合先锋

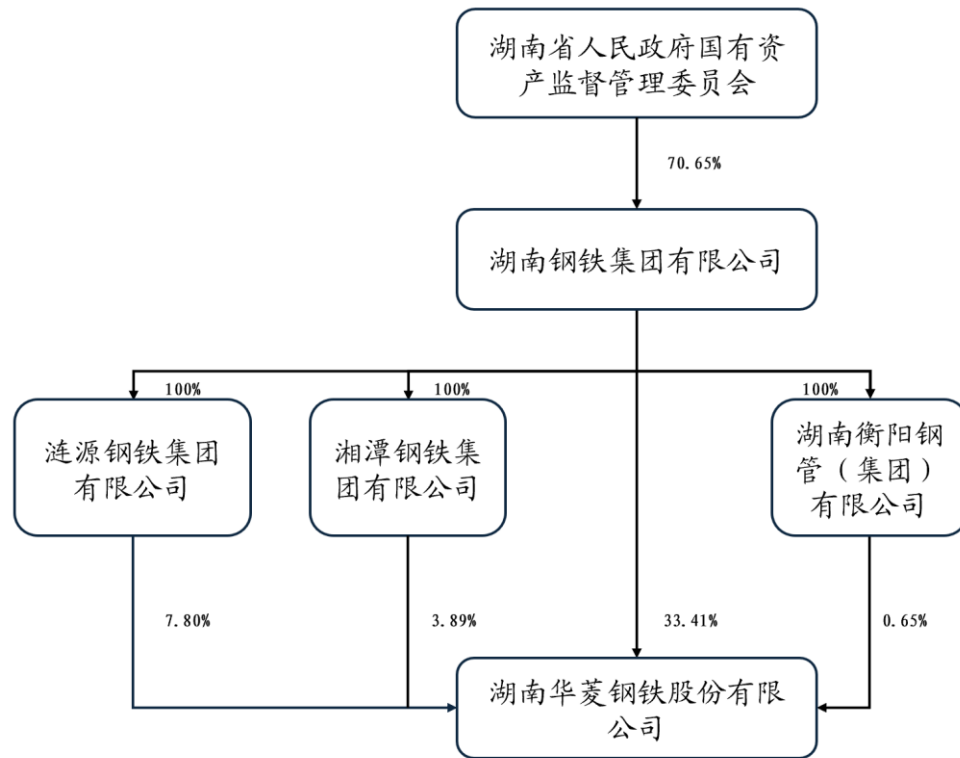
湖南华菱钢铁股份有限公司（简称“华菱钢铁”）的发展历程始于1997年。由湖南钢铁集团的前身湖南华菱钢铁集团牵头，携手湖南省内三大钢铁巨头湘钢、涟钢、衡钢，以及长沙矿冶研究院等单位共同发起组建。1999年8月，华菱钢铁在深圳证券交易所成功上市。2005年，华菱钢铁与安赛乐米塔尔建立战略合作关系，2014年6月，双方共同出资（各持股50%）的华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司（VAMA）投产，专注中高端汽车板市场，提升竞争力。上市后，华菱钢铁多次进行资产重组与结构优化，2019年，通过发行股份收购华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管少数股权，现金收购华菱节能100%股权，将多家控股子公司变为全资子公司，巩固了其在钢铁行业的领先地位。

图1：华菱钢铁发展历程



资料来源：公司公告，VAMA公司官网，信达证券研发中心

华菱钢铁实际控制人为湖南省国资委。截至2024年12月31日，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。湖南钢铁集团通过直接与间接持股共持有华菱钢铁45.75%的股权。

图 2：华菱钢铁股权结构


资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心注；截至 2024 年 12 月 31 日。

2. 钢铁主业：五大基地差异布局

钢材业务是公司主要营收来源，营收占比约为 **76%**。长期以来，钢材产品贡献了主要营业收入。2024 年，公司钢材板块营收 1098 亿元，占总营收的 **76%**；其他板块营收 349 亿元，占总营收的 **24%**，其中，贸易板块营收 234 亿元，占总营收的 **16.24%**，材料让售（主要系公司将统一采购的原燃料、材料、生产设备零部件等，在满足自身生产经营需求后，转售给湖南钢铁集团子公司用于生产经营）和其他板块营收 72 亿元，占总营收的 **5%**。

板线棒管是公司钢铁业务主要产品。公司主营宽厚板、热冷轧薄板、线棒材及无缝钢管四大产品线，构建起覆盖近万种规格的差异化产品矩阵。在细分领域突破显著，公司通过核心技术攻关，已在能源油气装备钢、船舶海工钢、高层建筑桥梁钢等五大战略领域建立技术护城河，培育出多个市占率领先的“隐形冠军”产品。

表 1：公司主要产品

产品名称	主要用途	下游领域
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	船舶制造、能源化工装备制造、工程（机械）制造、桥梁（建筑）建造
线材产品	涵盖高碳钢、焊接用钢、冷锻钢、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	金属制品、轮胎制造、汽车制造、机械制造、桥梁（建筑）建造
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	汽车、船舶、桥梁、建筑、设备
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	油气、工程机械、油服机械加工、火力发电、核电

资料来源：公司招股说明书，公司公告，IFind，信达证券研发中心

五大钢铁生产基地差异布局、协同发展。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。华菱湘钢位于湘潭，作为南方千万吨级精品钢材基地，重点开发千余种品种的宽厚板、线棒材等，下游覆盖船舶海工、高建桥梁等高端领域；阳春新钢坐落于广

东省阳江市，聚焦建筑用螺纹钢、冷镀锌等棒线材产品，服务大湾区基建及设备制造产业链；华菱涟钢地处湖南省娄底市，是国内最大硅钢基料供应商，拥有 600 余个冷热轧特色产品，工程机械用钢、耐磨钢市占率行业第一；华菱衡钢位于湖南省衡阳市，自主开发油气用管、压力容器管等三大拳头产品，实现高端钢管国产化突破，广泛应用于石化、核电等领域；汽车板公司位于湖南省娄底市，作为全系列汽车用钢专业供应商，覆盖从软钢到热成形钢等高强度材料，主攻新能源汽车用钢市场。

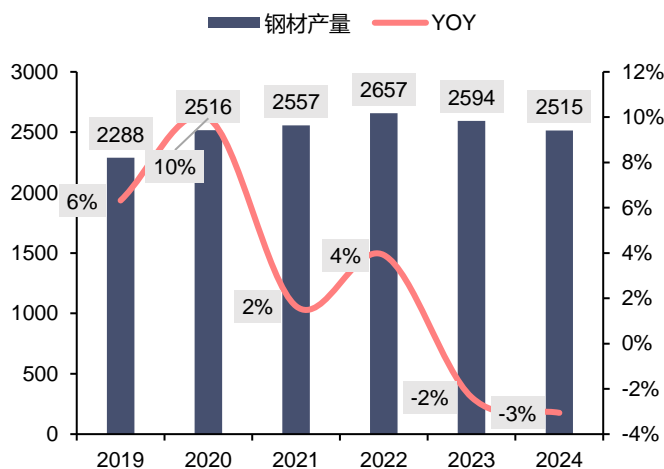
表 2: 公司重要子公司基本情况

公司名称	经营范围	产品类型	下游领域
华菱湘钢	中国南方千万吨级的精品钢材生产基地，具备年产钢 1200 万吨生产规模。	船舶及海洋工程用结构钢、工程机械用高强结构钢、耐磨钢、管线用钢、高层建筑用结构钢、桥梁结构用钢、锅炉及压力容器用钢、纯铁系列用钢、冷锻和冷挤压用钢、低合金高强度结构钢、优质碳素钢、高碳铬轴承钢、磨球钢、工程机械用钢、G-高压锅炉管等	家电、汽车、机械、造船、海洋工程、高架桥梁、建筑
阳春新钢	主要产品包括普碳圆钢、优碳圆钢和螺纹钢等棒材，以及建筑线材、拉丝材、焊线和冷镀锌等。	热轧钢筋、结构钢、制丝用低碳钢、冷镀锌、易切削钢、焊条钢、预应力混凝土用钢	建筑、汽车、造船、设备制造、电子、家电
华菱涟钢	国内最大的取向、无取向硅钢基料生产企业，工程机械、耐磨钢、热轧取向硅钢国内市场占有率稳居第一位。	耐磨钢、高合金钢、防弹钢、热轧中高碳钢、工程机械用钢、热轧汽车用钢、耐蚀钢、管线钢、桥梁结构用钢、压力容器用钢、冷轧汽车用钢、冷轧搪瓷用钢、冷轧耐候钢、冷轧焊管用钢、冷轧中高碳钢、热镀锌产品、无取向电工钢、螺纹钢	汽车、工程机械、家电、高架桥梁、压力容器
华菱衡钢	打造了油气用管、压力容器用管、机械加工用管三大拳头产品系列和具有自主知识产权的 HS 产品系列，在钢管高端领域大量实现国产化。	油井管、钻杆管、管线管、射孔枪管、海洋工程用管、特殊扣、石油机械加工用管、起重臂架用管、旋挖钻杆用管、耐磨管、冷拔油缸用管、其他结构用管、化工用管、锅炉用管	石油、石化、锅炉、发电、机械、煤炭、化工、核电、建筑
汽车板公司	提供全系列的汽车用钢产品，包括软钢、高强度无间隙原子钢、烘烤硬化钢、高强度低合金钢、双相钢、复相钢、热成形钢等	软钢、高强度无间隙原子钢、烘烤硬化钢、高强度低合金钢、双相钢、复相钢、热成形钢	汽车

资料来源：各子公司官网，公司公告，IFind，信达证券研发中心

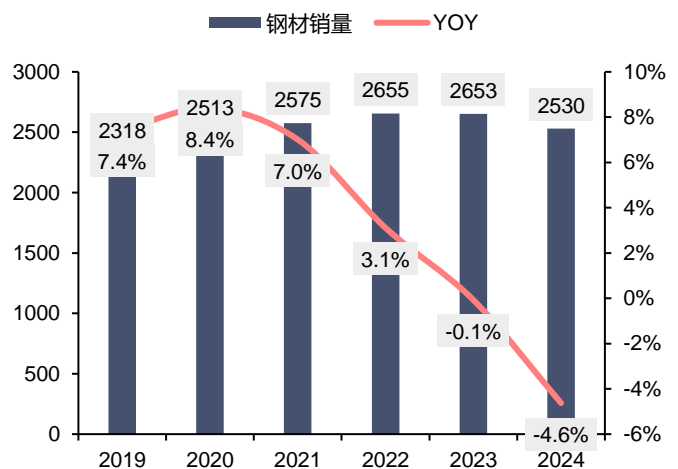
2020 年以来，公司的钢铁产销量维持在 2500-2600 万吨。2023 年全年钢材产量为 2594 万吨，同比下降 63 万吨（-2.37%）。钢材销量为 2653 万吨，同比下降 2 万吨（-0.07%）。2024 年全年钢材产量为 2515 万吨，同比下降 79 万吨（-3%），钢材销量 2530 万吨，同比下降 123 万吨（-4.6%）。

图 3: 2019-2024 年公司钢材产量（万吨，%）



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

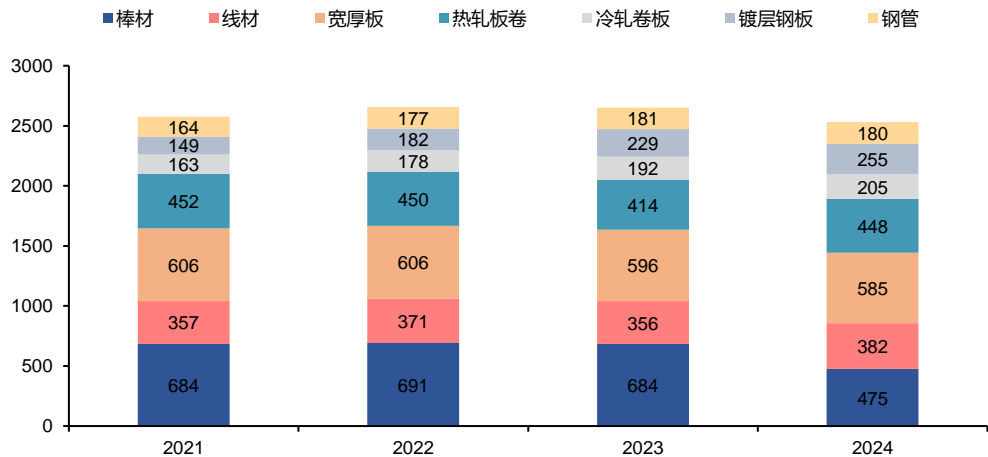
图 4: 2019-2024 年公司钢材销量（万吨，%）



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

公司的主要销售产品包括棒材、线材、宽厚板和热轧卷板，销量占比达 75%以上。公司在能源与油气、造船和海工、基建和桥梁、工程机械、汽车和家电等细分领域建立了领先优势，展现出强大的周期与行业波动抵御能力。与 2021 年相比，公司在汽车、金属制品、基建及桥梁、其他装备制造等下游行业的产品销量分别实现了 4%、3%、1%、6% 的增长，显示出强劲的市场拓展能力。

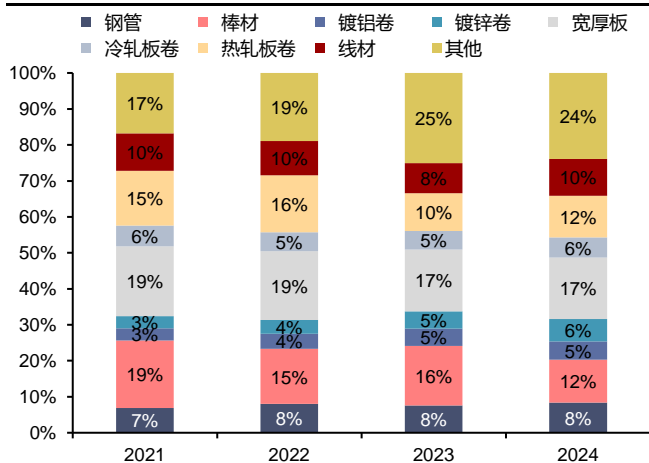
图 5: 2021-2024 年公司分品种销量 (万吨)



资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

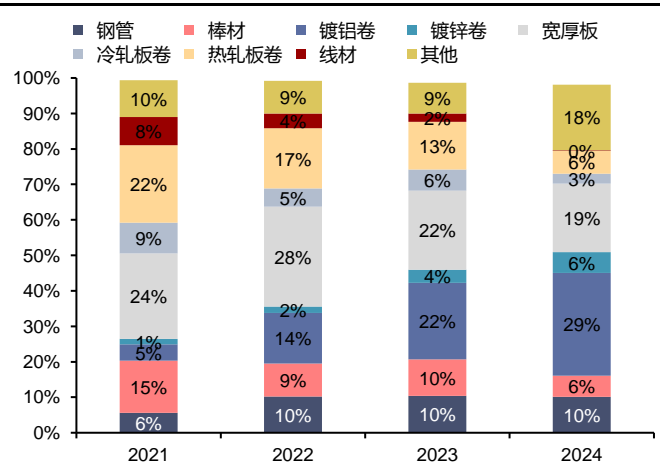
宽厚板、热轧板卷和镀铝卷是公司主要利润来源。2024 年, 公司宽厚板营收 250 亿元, 占比为 17%; 热轧板卷营收 170 亿元, 占比为 12%; 镀铝卷营收 74 亿元, 占比 5%。2024 年, 宽厚板毛利 20 亿元, 占比 19%, 热轧板卷实现毛利 6.73 亿元, 占比 6%, 镀铝卷实现毛利达 30 亿元, 占比为 29%, 宽厚板、热轧板卷和镀铝卷是公司利润的主要贡献者。

图 6: 2021-2024 年公司分板块营收占比 (%)



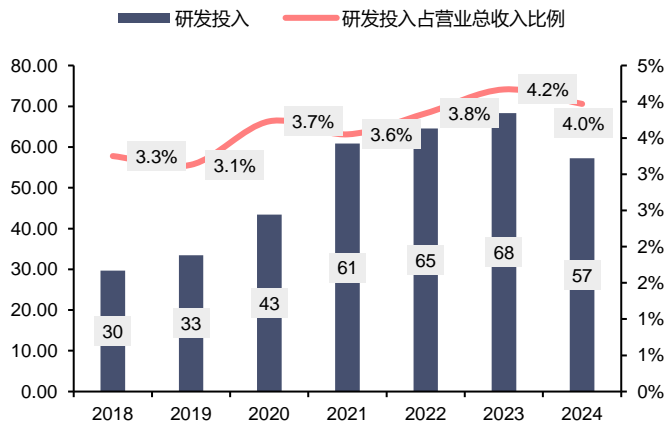
资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

图 7: 2021-2024 年公司分板块毛利占比 (%)

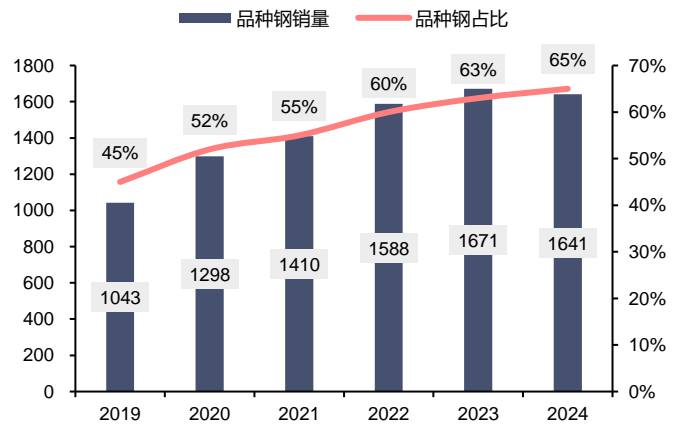


资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

公司近年来高度重视技术创新与产品研发, 品种钢占比不断攀升。2018 年至 2024 年期间, 持续加大研发投入, 2024 年公司研发投入 57.26 亿元, 占营业总收入 4.0%。公司多个细分领域突破关键核心技术制约, 建立了领先优势。公司品种钢 (“品种钢”指高技术含量、高附加值、能满足个性化定制需求的钢材) 销量不断提升, 占比已由 2019 年的 45% 增加到 2024 年的 65%, 2024 年品种钢销量 1641 万吨, 在总销量中占比提升至 65%, 较 2023 年再提升 2 个百分点。

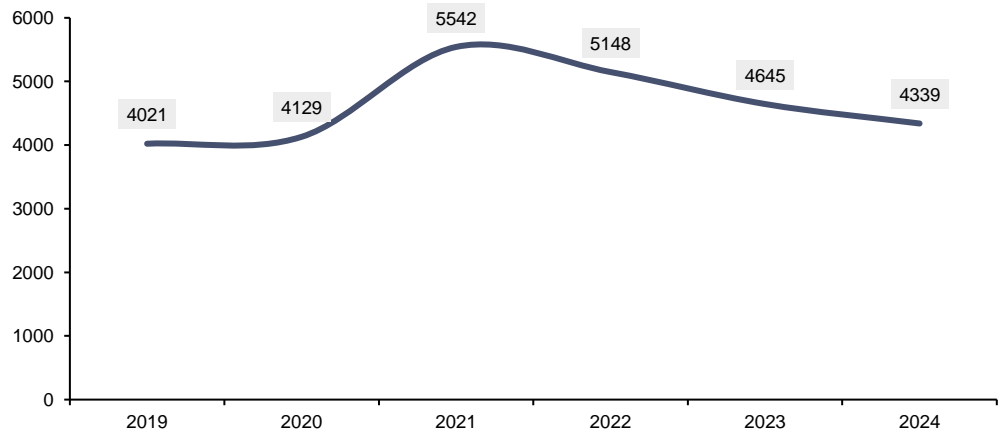
图 8：2018-2024 年公司研发投入情况（亿元，%）


资料来源：公司公告，IFind，信达证券研发中心

图 9：2019-2024 年公司品种钢销量情况（万吨）


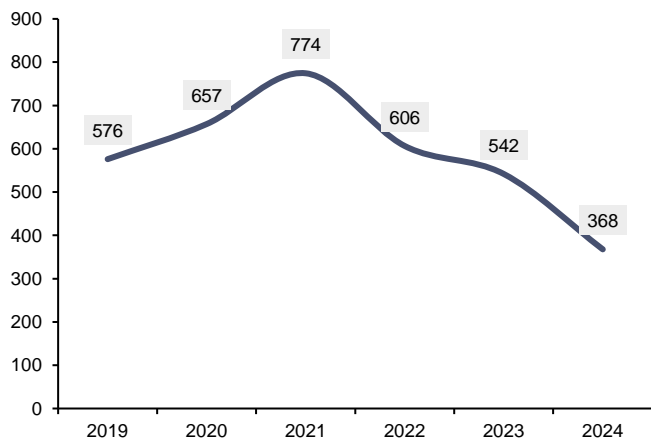
资料来源：公司公告，IFind，信达证券研发中心

受行业景气度下滑，2021 年以来公司吨钢售价持续下降。2024 年，公司钢材销售单价下降至 4339 元/吨，同比下降 6.59%，连续三年吨钢售价下跌。

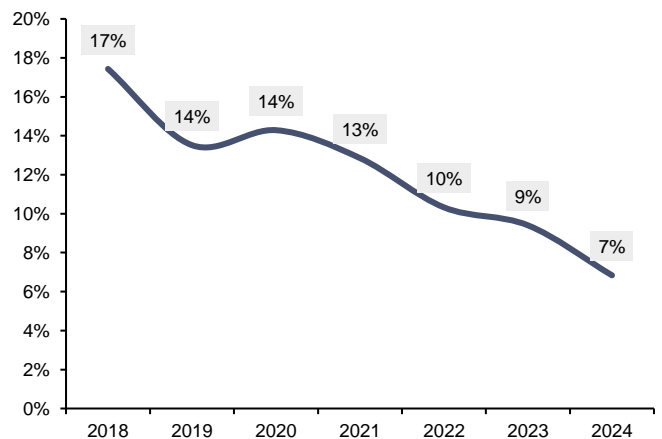
图 10：2019-2024 年公司吨钢售价（元/吨）


资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

2021 年以来，公司吨钢毛利下降明显。2024 年，公司吨钢毛利为 368 元/吨，同比下降 32.14%。2024 年公司毛利率下降至 7%，同比下降 2 个百分点，连续四年毛利率下跌。

图 11：2019-2024 年公司吨钢毛利（元/吨）


资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

图 12：2018-2024 年公司毛利率变动（%）


资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

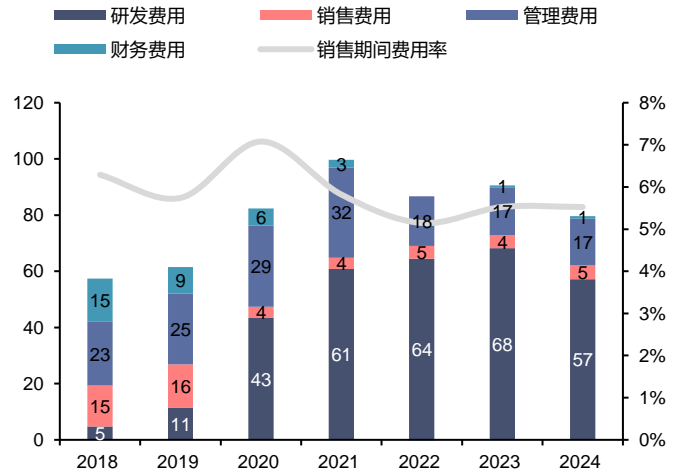
行业景气下行周期下，公司大力推行降本增效。受原料价格波动及公司成本压降等影响，2021年以来公司吨钢成本呈下降态势。2024年，公司钢材吨钢销售成本为4011元/吨，同比下降2.26%。2018年至2024年期间，公司的期间费用率总体上呈现下降趋势，2024年公司销售期间费用率为5.52%，较2020年的7.08%显著下降。

图 13: 2019-2024 年公司吨钢成本 (元/吨)



资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

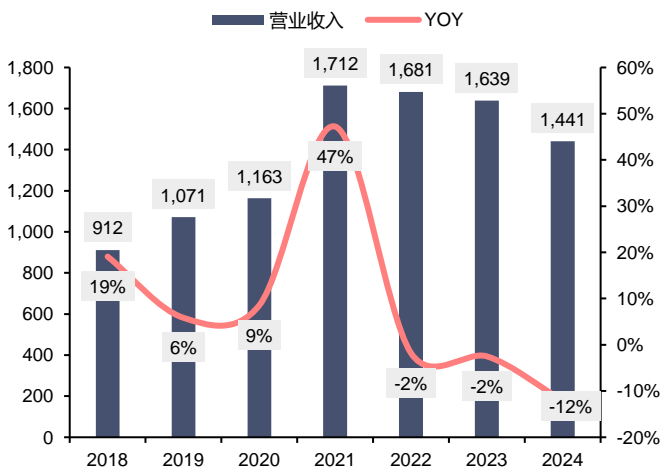
图 14: 2018-2024 年公司费用变动情况 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

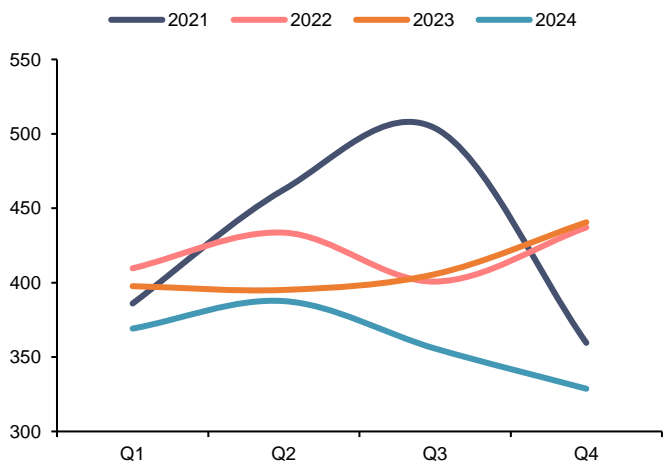
受钢铁主业景气较差的影响，2024年公司营收持续降低。2023年，公司实现营业收入1639亿元，同比下降2%。受到吨钢售价下降等因素的影响，2024年，公司营业总收入1441亿元，同比下降12%。

图 15: 2018-2024 年公司营业收入及增速 (亿元, %)



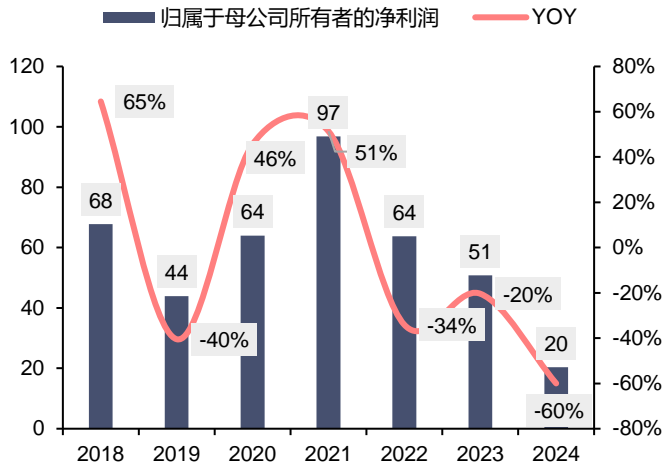
资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

图 16: 2020-2024 年公司季度营业收入 (亿元)

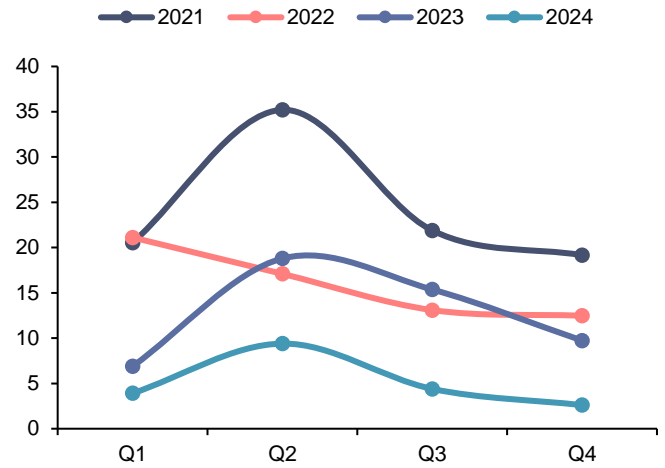


资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

2024年归母净利润同步下跌。2023年，公司实现归母净利润51亿元，同比下降20%。2024年，公司实现归母净利润20亿元，同比下降60%。

图 17: 2018-2024 年公司归母净利润及增速 (亿元, %)


资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

图 18: 2021-2024 年公司季度归母净利润 (亿元)


资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

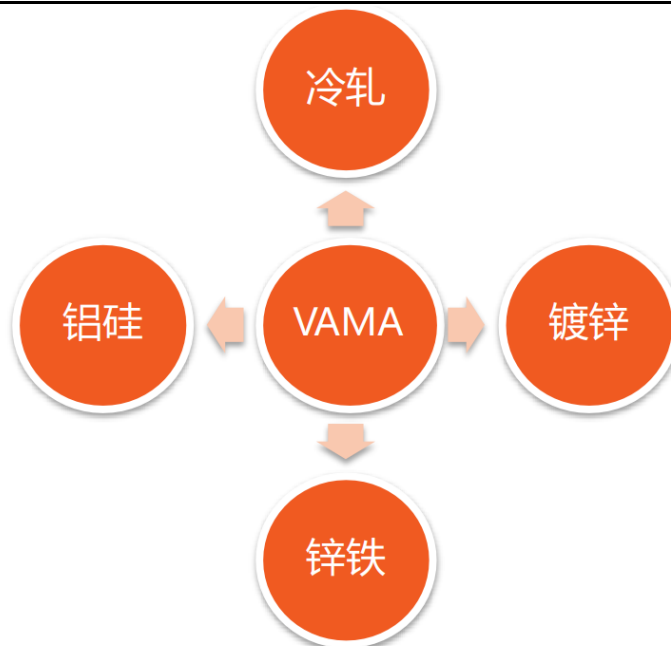
二、高端化战略持续落地，品种钢构筑竞争壁垒

1.VAMA：定位高端汽车板，内生成长增厚盈利

安赛乐米塔尔高端汽车板技术赋能，VAMA 具备年产 200 万吨汽车板能力。华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司（VAMA）坐落于娄底经济开发区，由湖南钢铁集团与安赛乐米塔尔合力创建，湖南钢铁集团持股比例为 50%，安赛乐米塔尔持股比例为 50%。VAMA 一期工程于 2012 年 6 月开始全面建设，设计产能 150 万吨，供应从低碳钢到超高强度钢等全系列的汽车用钢。二期项目于 2021 年 2 月 1 日正式开工，2023 年 4 月 11 日正式投产，引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，新建成的二号镀锌线将带来 45 万吨的年产能扩充和产品组合的进一步完善，整体年产能达 200 万吨。作为领先的综合性钢铁公司，安赛乐米塔尔（ArcelorMittal）将尖端前沿的汽车钢的生产技术，包括强度高至 1200MPa 的先进高强钢（AHSS）和超高强钢（UHSS）、铝硅镀层热成形钢 Usibor®和 Ductibor®、第三代冷成形高强钢以及镀层技术带到中国。目前三期项目正在进一步论证。

VAMA 产品主要分为冷轧、热镀锌、锌铁合金、热镀铝硅产品。近年来，随着 VAMA 汽车板开发认证工作的稳步推进，VAMA 的汽车板业务快速增长，汽车用高强钢和热成形钢产量不断提高，以强度高达 1500MPa 的 Usibor®1500 高强超轻汽车钢板为主打产品，国内市场份额领先，Usibor®2000 批量供应主机厂旗舰车型。2024 年公司全年产品销量突破 164 万吨。

图 19: VAMA 产品结构

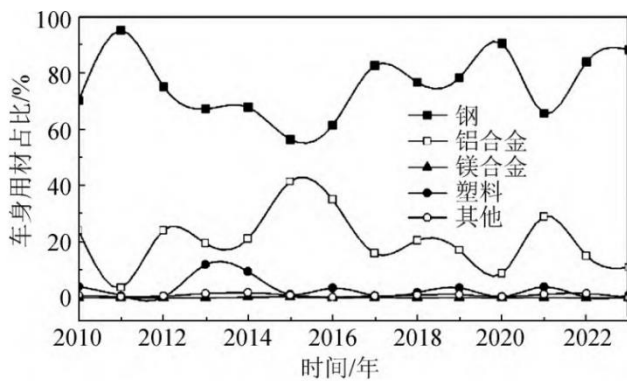


资料来源：VAMA 公司官网，信达证券研发中心

钢材仍是汽车中最重要且车身中应用最多的材料，平均占比 75%以上。根据对 2010-2023 年间欧洲车身会议展车用材的统计，钢材在白车身用材占比一直保持在 50%以上，平均值达到了 75%；铝合金占比平均值达到了约 20%，可以看出钢材在车身材料中仍然占据着主导地位。此外，根据对 2017-2023 年中国轻量化车身会议以及 2023 年中国十佳车身评选参展车辆用材的追踪，我国乘用车白车身用材中钢材的占比平均值达到了 76%，铝合金的占

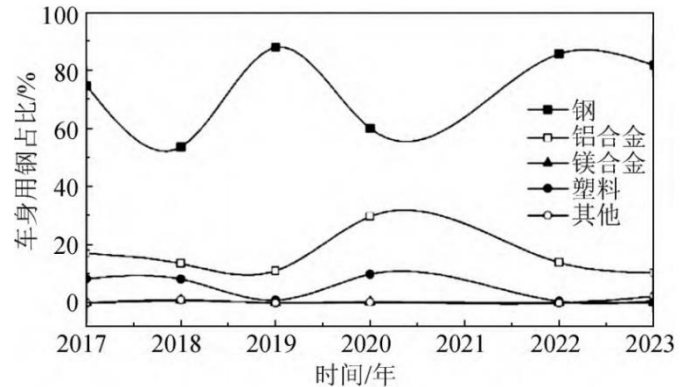
比平均值达到了 14%。根据上面的数据分析，在未来的一段时间内，钢材仍然是汽车中最重要也是应用最多的材料¹。

图 20: 2010-2023 年欧洲车身会议展车用材统计



资料来源: 韩赞等《我国汽车用钢开发应用现状及发展趋势》, 信达证券研发中心

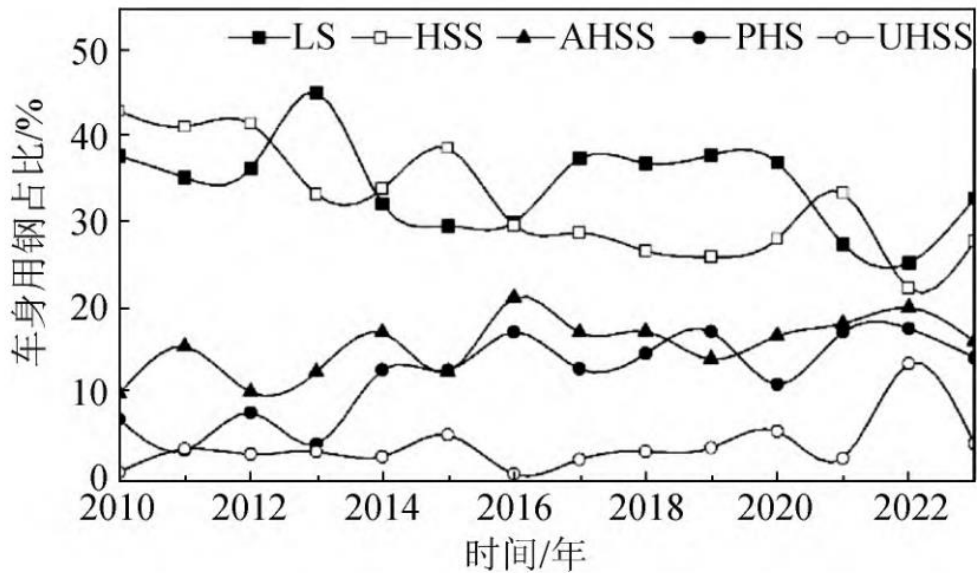
图 21: 2017-2023 年中国轻量化车身及 2023 年中国十佳车身选用材



资料来源: 韩赞等《我国汽车用钢开发应用现状及发展趋势》, 信达证券研发中心

高强度钢材在车身所占比例逐步提升。根据对 2010-2023 年以来欧洲车身会议钢制车身展车的用钢种类进行统计,发现 2010-2023 年,热成形钢(Press Hardened Steel, PHS)、先进高强钢(Advanced High Strength Steel, AHSS)、超高强钢(Ultra-High Strength Steel, UHSS)在白车身中所占比例逐渐提升,其中 PHS 从 5%提高到 13%,AHSS 从 7%提高到 14%,UHSS 从不足 1%提高到 4%,而传统高强钢(High Strength Steel, HSS)的比例从 30%降低到 24%,传统低强度钢(Low Strength Steel, LS)从 35%左右降到 30%左右²。

图 22: 2010-2023 年欧洲车身会议钢制车身钢种比例



资料来源: 韩赞等《我国汽车用钢开发应用现状及发展趋势》, 信达证券研发中心

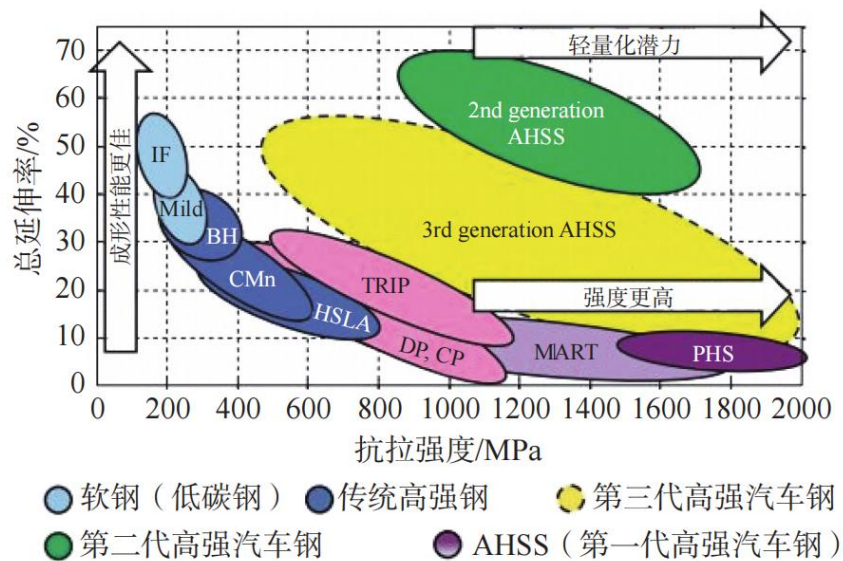
高强汽车钢发展已经历三次迭代。第一代先进高强汽车钢的代表产品有双相钢(DP 钢)、复相钢(CP 钢)、马氏体钢(MART 钢)、相变诱导塑性钢(TRIP 钢)和无间隙原子钢(F 钢)等。第一代汽车钢组织以铁素体为基体,奥氏体含量较低(15%以下),强塑积在 5~15GPa-%。例

¹ 部分内容引自韩赞等《我国汽车用钢开发应用现状及发展趋势》

² 部分内容引自韩赞等《我国汽车用钢开发应用现状及发展趋势》

如，DP 钢的组织为铁素体+马氏体，TRIP 钢的组织为铁素体+贝氏体+残余奥氏体(RA)。第二代先进高强度汽车钢的特征是开始使用大量的合金元素钼，通过微合金化手段提高钢整体力学性能。代表产品有孪晶诱导塑性钢(TWIP 钢)、轻质诱发塑性钢(L-IP 钢)等。第二代汽车钢是向钢入大量的合金元素(主要元素为 Mn)，从而在常温下获得大量稳定的奥氏体组织，在之后变形的过程中在应变诱导下产生对塑性变形有利的机械孪晶，因而获得较高的应变硬化速率和优异的力学性能，强塑积可达 60GPa·%。但同时大量合金元素的加入提高了生产成本，且在后续的加工过程中会出现一系列工艺问题，如屈服强度低、易发生延迟开裂等。第三代汽车钢主要通过马氏体或超细晶铁素体基体上引入大量的亚稳奥氏体来提高汽车钢的强度和塑性，从而大幅度提高钢的综合力学性能，强塑积为 30~40GPa%，最高可达 70GPa·%³。

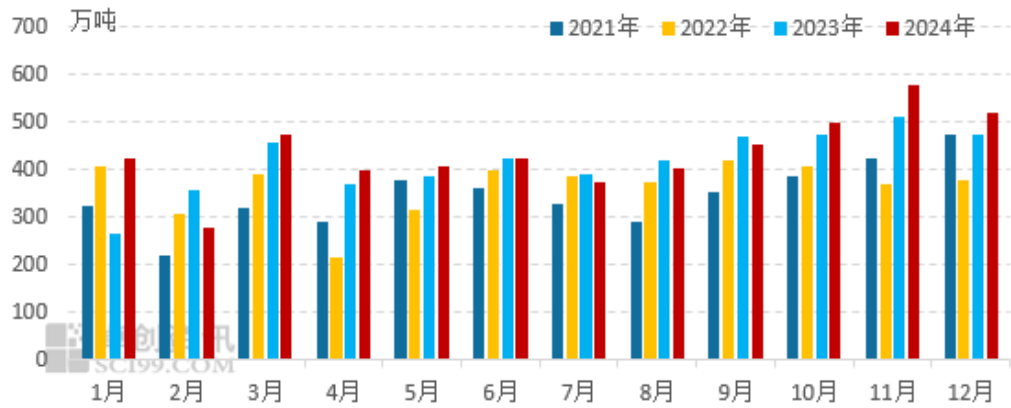
图 23: 三代高强汽车钢的性能分布



资料来源：陈星翰，宋仁伯《冰与火之歌——汽车钢的冷热成形工艺》，信达证券研发中心

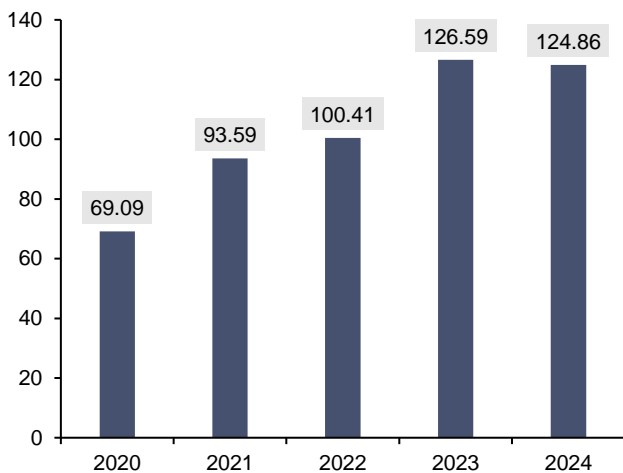
汽车行业用钢需求稳步增长。2024 年，汽车产销分别完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%，乘用车产销分别完成 2747.7 万辆和 2756.3 万辆，同比分别增长 5.2%和 5.8%，商用车产销分别完成 380.5 万辆和 387.3 万辆，同比分别下降 5.8%和 3.9%。从全年用钢表现来看，汽车行业耗钢量约在 5163.44 万吨，较上年增加 3.65%，与汽车行业增速大致相仿。但因汽车行业乘用车增量较多，因此汽车行业耗钢量增速略低于汽车行业产量增速。汽车行业耗钢量的增加，给予钢材市场一定需求支撑。

³ 部分内容引自陈星翰、宋仁伯《冰与火之歌——汽车钢的冷热成形工艺》

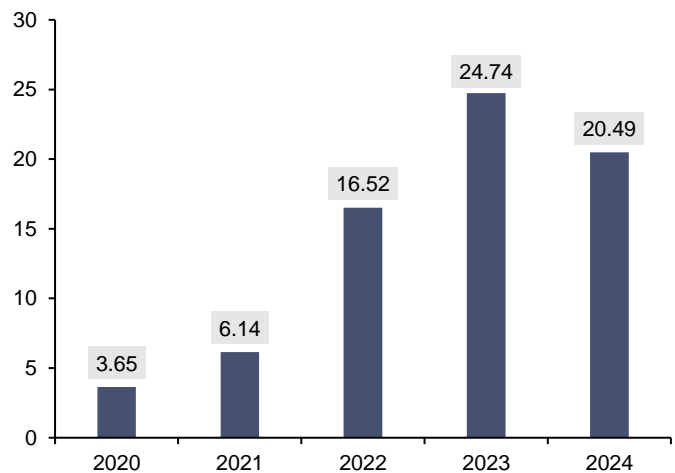
图 24：2021-2024 年中国汽车行业耗钢量变化（万吨）


资料来源：卓创资讯，金融界，信达证券研发中心

随着汽车用钢需求的稳步增长，公司营收和净利润总体保持上涨趋势。2024 年，VAMA 实现营业收入 126.59 亿元，同比上涨 26.07%，实现净利润 24.74 亿元，同比上涨 49.76%。2024 年受行业下行周期，VAMA 盈利受到一定影响。2024 年，实现营业收入 124.86 亿元，同比微降 1.37%，实现净利润 20.49 亿元，同比下降 17.18%。

图 25：2020-2024 年 VAMA 营业收入（亿元）


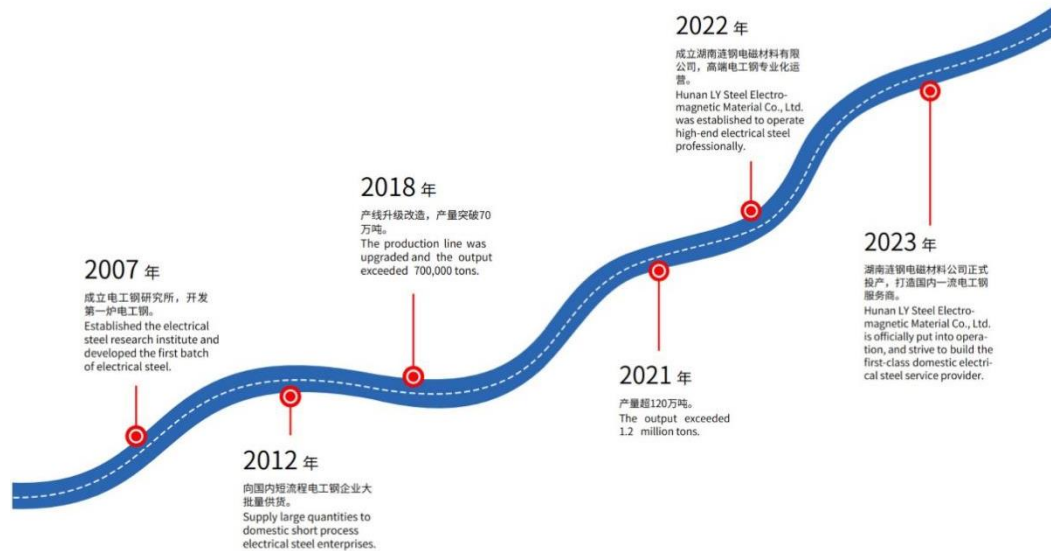
资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

图 26：2020-2024 年 VAMA 净利润（亿元）


资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

2. 华菱涟钢：硅钢基料+产品一体化

全国最大的取向、无取向硅钢基料生产企业。涟钢位于湖南省娄底市，1958 年建成投产，拥有从炼焦、烧结、冶炼、轧钢、加工配送等一整套现代化工艺装备，是全球主要的中、薄规格高端热处理板材加工基地，国内最大的取向、无取向硅钢基料生产企业。公司拥有高炉 3 座，年产生铁 760 万吨以上，炼钢生产能力达 800 万吨以上；拥有具有国际先进水平的 CSP 热轧生产线和冷轧薄板生产线各 1 条，2250mm 热轧薄板生产线 1 条，棒材生产线 2 条，年轧制能力 800 万吨以上。主要产品包括热轧、冷轧、硅钢、螺纹钢等。

图 27: 公司硅钢产品发展历程


资料来源：华菱涟钢公司官网，信达证券研发中心

硅钢分为无取向硅钢、取向硅钢和双取向硅钢三大类。硅钢按成分可以分为含碳量极低、含硅量小于 0.5% 的硅钢和含碳量极低、含硅量为 0.5~6.5% 的硅钢两大类；按晶粒排列方向性可以分为无取向硅钢、取向硅钢和双取向硅钢三大类。无取向硅钢按其生产工艺又分为热轧硅钢和冷轧硅钢两大类⁴。

图 28: 硅钢分类

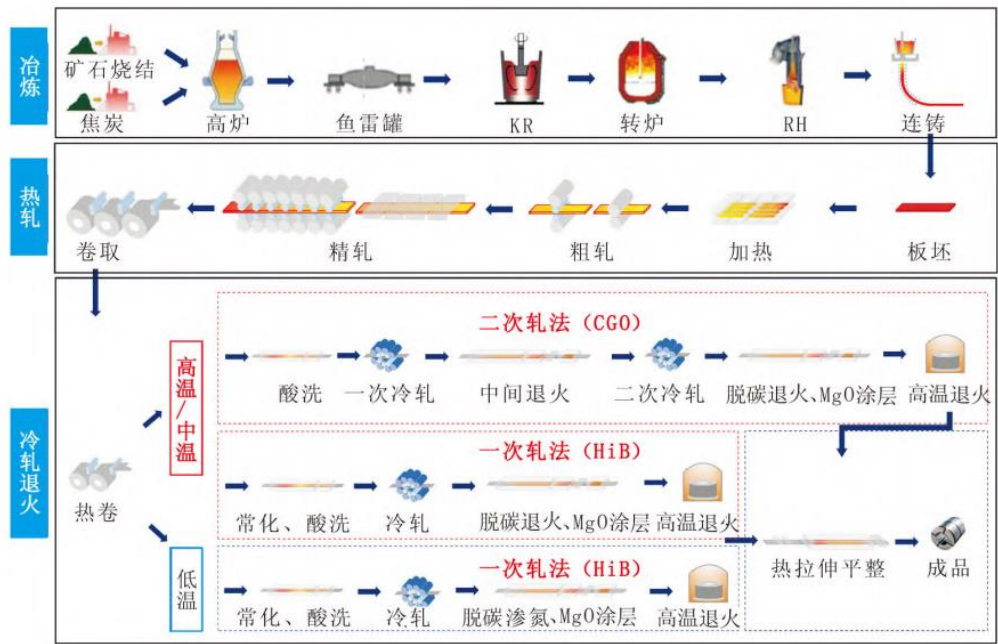
项 目	类 别	硅质量分数/%	公称厚度/mm	
热轧硅钢板 (无取向)	热轧低硅钢(热轧电机钢)	1.0~2.5	0.50	
	热轧高硅钢(热轧变压器钢)	3.0~4.5	0.35, 0.50	
冷轧硅钢板	无取向硅钢 (冷轧电机钢)	低碳电工钢	≤0.5	
		硅钢	0.5~3.2	
	取向硅钢 (冷轧变压器钢)	普通取向硅钢	2.9~3.3	0.20, 0.23, 0.27
		高磁感取向硅钢	2.9~3.3	0.30, 0.35
	双取向硅钢	1.8~3.4	≤0.35	

资料来源：周国平等《硅钢生产技术的最新进展及开发建议》，信达证券研发中心

取向硅钢用于制造电力行业变压器和大型发电机的铁心。取向硅钢以单一锋锐的易磁化 Goss 织构获得良好电磁性能。随着技术的不断发展，取向硅钢产品及技术已取得巨大进步，从固有抑制剂法发展为性能更优、能耗更低的渗氮法生产技术。取向硅钢的制备原理是依靠精准调控工艺组织获得更多的 Fe-3%Si 单晶体三个方向中的易磁化<100>方向，并消除(或抑制)难磁化的<111>方向。取向硅钢典型制备工艺流程分类中，学术界将高温法、中温法命名为固有抑制剂法，低温渗氮法命名为后天抑制剂法⁵。

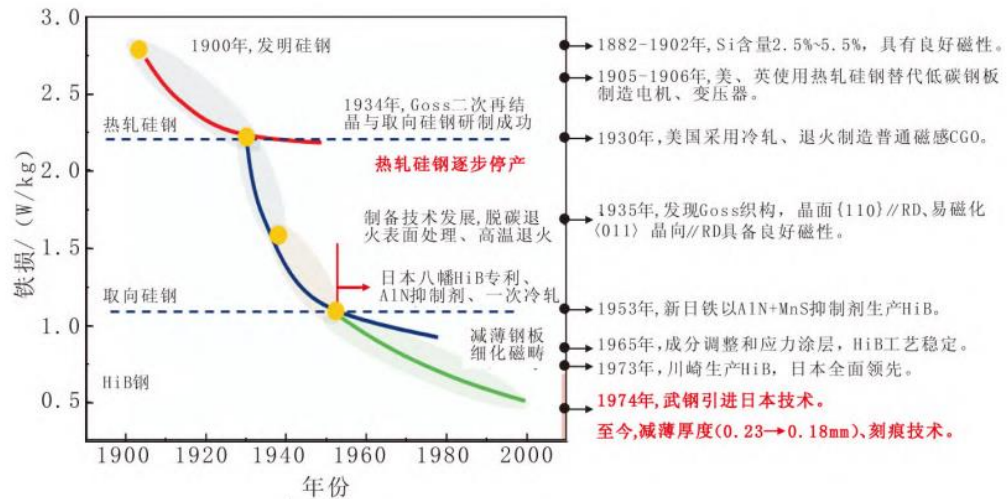
⁴ 部分内容引自周国平等《硅钢生产技术的最新进展及开发建议》

⁵ 部分内容引自贾志伟等《取向硅钢生产技术发展》

图 29: 取向硅钢典型制备工艺流程


资料来源：贾志伟等《取向硅钢生产技术发展》，信达证券研发中心

后天抑制剂法是主流生产技术。我国自 1974 年引进日本取向硅钢技术后，历经 50 年的发展，宝武、首钢、鞍钢已开发先进后天抑制剂法取向硅钢生产技术。但技术的发展历程各有不同，宝武集团是从高温法起步，鞍钢是从中温法起步，首钢采用后天抑制剂法。目前，我国国企均采用世界领先的后天抑制剂法，产能及产品质量也位列世界首位⁶。

图 30: 取向硅钢产品及技术发展历程


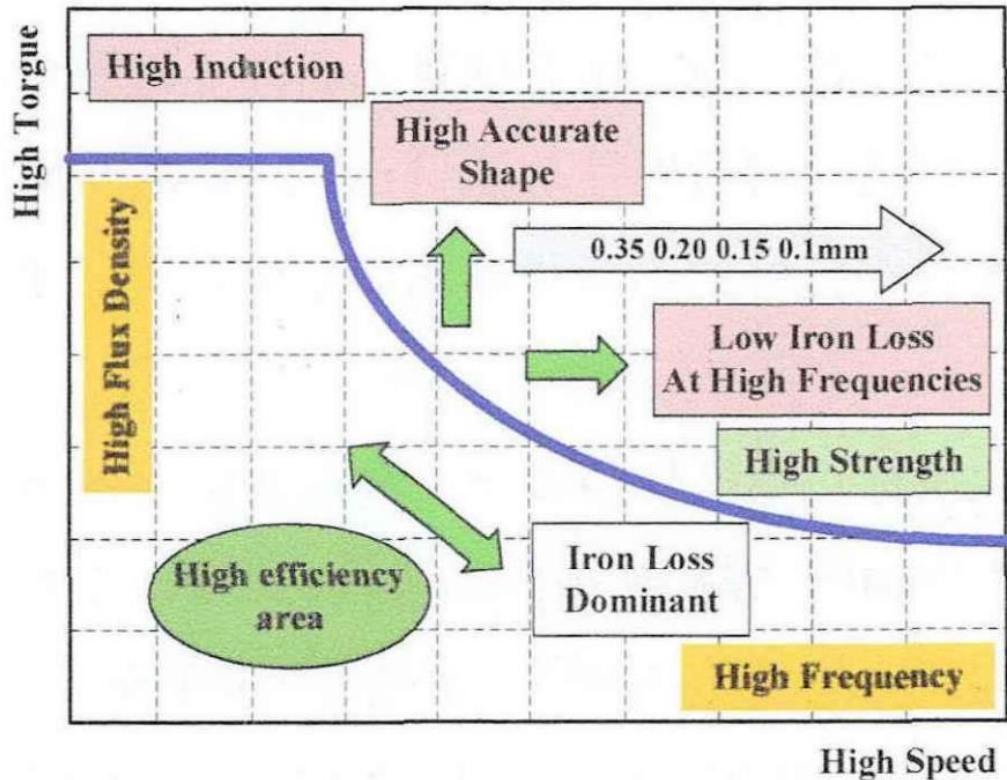
资料来源：贾志伟等《取向硅钢生产技术发展》，信达证券研发中心

冷轧无取向硅钢产品是主流。无取向硅钢具有良好的磁各向同性，主要用于制造电机的转子、定子与铁芯等部件，Si 是无取向硅钢中最主要的合金元素。无取向硅钢按轧制工艺可分为热轧及冷轧两种产品。热轧产品的磁性能、表面质量、可加工性及生产效率与相同规格的冷轧无取向硅钢相比均存在巨大的劣势，因此基本不再生产。按照成品铁损的高低，可分为低牌号、中牌号及高牌号无取向硅钢，较高的牌号对应较低的铁损水平⁷。

⁶ 部分内容引自贾志伟等《取向硅钢生产技术发展》

⁷ 部分内容引自黄永哲《高强度无取向硅钢轧制与热处理工艺研究》

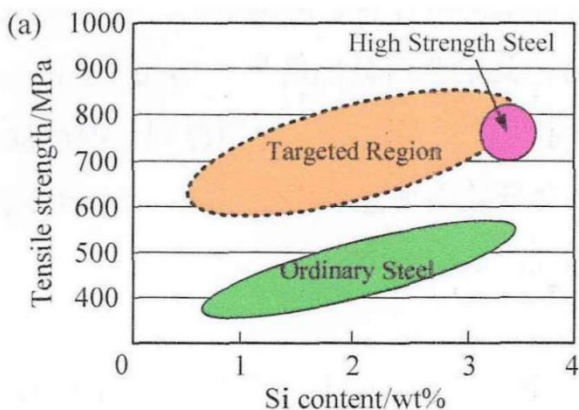
图 31: 无取向硅钢技术发展历程



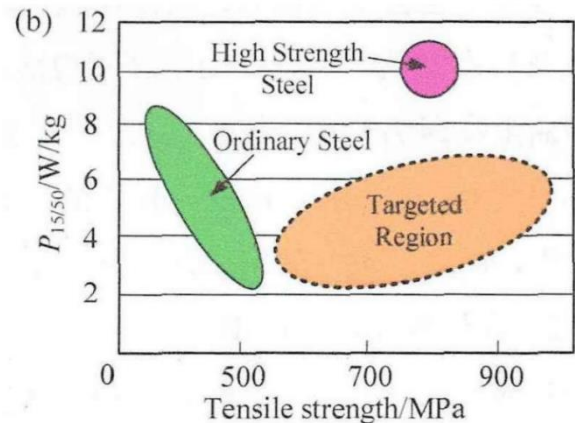
资料来源：黄永哲《高强度无取向硅钢轧制与热处理工艺研究》，信达证券研发中心

高牌号无取向硅钢需求稳步提升。高强度无取向硅钢一般应用于无人机、智能家电、新能源汽车的驱动电机或微电机中，其中新能源汽车的驱动电机中的用量最大。作为新能源汽车的核心系统之一，驱动电机系统工作时具备高效率是制造性能优良的新能源汽车的前提条件，目前应用最广的是永磁同步电机，它的工作效率高、体积小。冷轧无取向硅钢是制作电机铁芯的主要材料，其质量约占驱动电机质量的 1/2，成本约占电机 1/5。随着当今电机发展的高效节能化以及国家去产能计划的进一步落实市场对于中低端产品的需求降低，而对于高牌号等高性能硅钢的需求将稳步提升⁸。

图 32: 高强度无取向硅钢与普通产品的抗拉强度对比



资料来源：黄永哲《高强度无取向硅钢轧制与热处理工艺研究》，信达证券研发中心

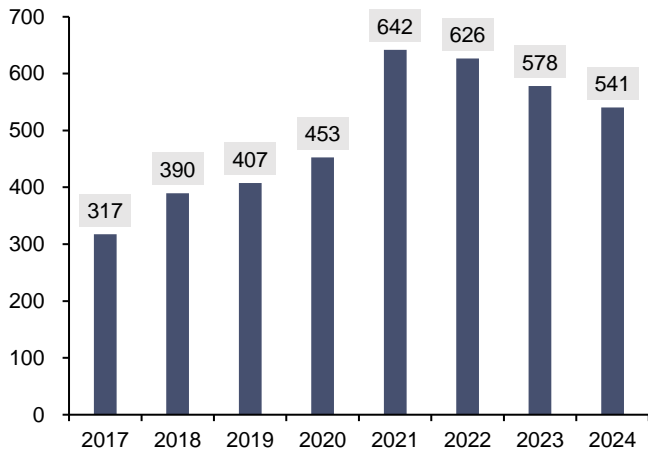
 图 33: 高强度无取向硅钢与普通产品的铁损 $P_{15/50}$ 对比


资料来源：黄永哲《高强度无取向硅钢轧制与热处理工艺研究》，信达证券研发中心

⁸ 部分内容引自黄永哲《高强度无取向硅钢轧制与热处理工艺研究》

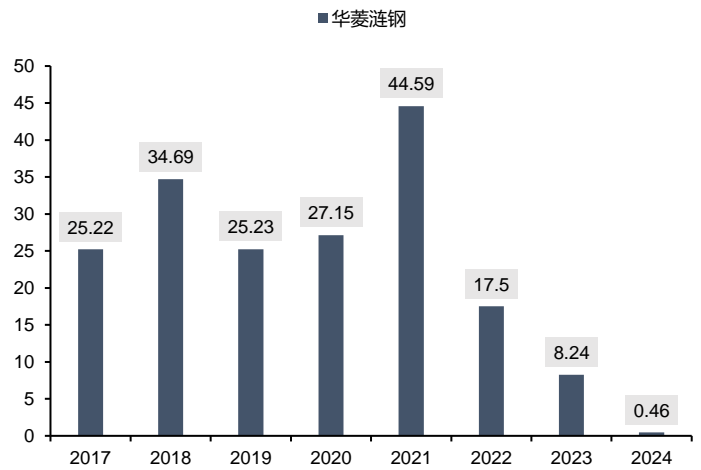
华菱涟钢利润下降幅度较大。2023年,华菱涟钢实现营业收入578.34亿元,同比下降7.67%,实现净利润8.24亿元,同比下降52.91%。2024年受钢铁行业面临下游需求低迷、钢价震荡下行等因素影响,华菱涟钢盈利出现下滑,营业收入540.57亿元,同比下降6.53%,净利润0.46亿元,同比下降94.42%。

图 34: 2017-2024 年华菱涟钢营业收入 (亿元)



资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

图 35: 2017-2024 年华菱涟钢净利润 (亿元)



资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

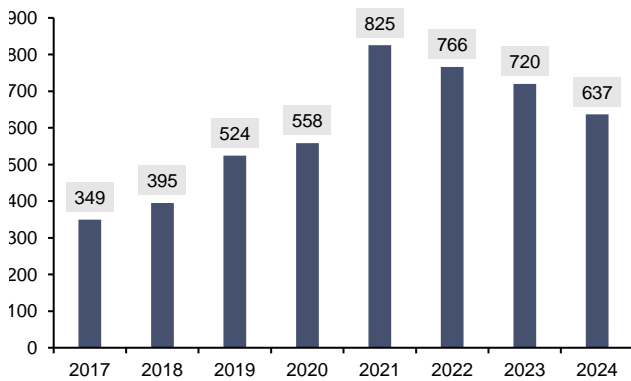
3.其他基地：差异化发展，全品类布局

华菱湘钢本部具备年产钢 1200 万吨生产规模，产品涵盖宽厚板、线材和棒材三大类。湘钢是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，在造船、工程机械、海洋工程、高建桥梁、压力容器、能源重工等多个行业应用。

旗下阳春新钢具备年产钢 400 万吨生产规模，产品定位棒线材等建筑用钢。阳春新钢铁有限责任公司成立于 2007 年 12 月，公司定位优质建筑钢铁产品品牌，主要产品包括普碳圆钢、优碳圆钢和螺纹钢等棒材，以及建筑线材、拉丝材、焊线和冷镦钢等。公司拥有 1250 立方米高炉 2 座、120 吨转炉 2 座，具备年产钢 400 万吨生产水平，是华南地区精品线、棒材重要生产基地。

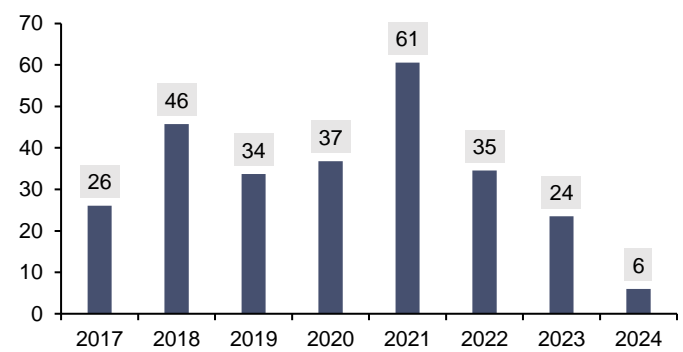
2023 年，华菱湘钢实现营业收入 719.85 亿元，同比下降 6%，实现净利润 23.5 亿元，同比下降 32%。2024 年，华菱湘钢实现营业收入 637 亿元，同比下降 12%，实现净利润 6 亿元，同比下降 75%。

图 36: 2017-2024 年华菱湘钢营业收入 (亿元)



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

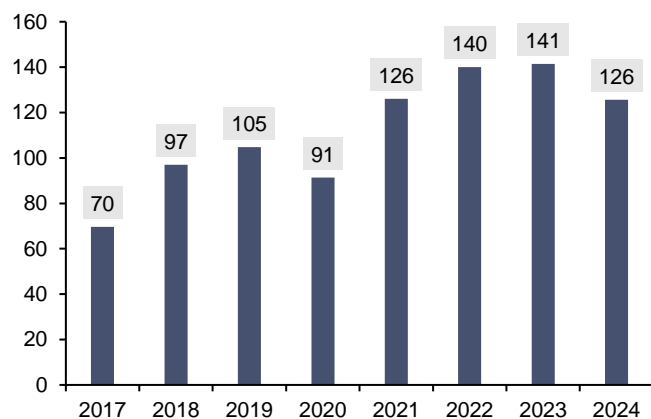
图 37: 2017-2024 年华菱湘钢净利润 (亿元)



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

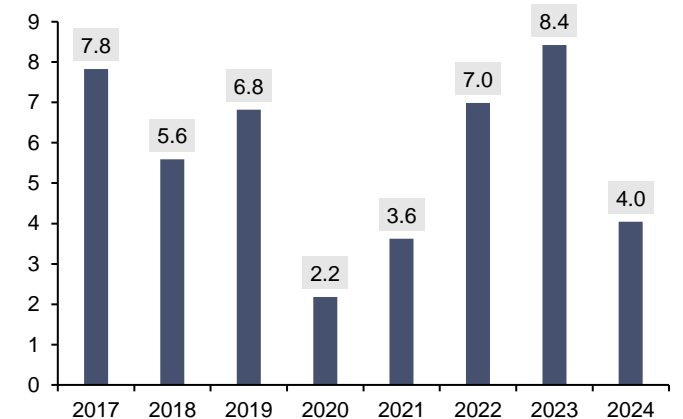
华菱钢管具备年产钢 260 万吨生产规模，定位专业化无缝钢管生产企业。华菱衡阳华菱钢管有限公司始建于 1958 年，是一家在全球具有较大影响力的专业化无缝钢管生产企业，有 1080m³ 高炉 1 座，小、大、特大 3 条圆管坯生产线，具备年产 150 万吨铁、260 万吨钢、220 万吨管、100 万吨热处理、60 万吨螺纹加工的生产能力。2023 年，华菱钢管实现营业收入 141 亿元，同比上涨 1%，实现净利润 8 亿元，同比上涨 20%。2024 年受钢铁行业整体不景气的大环境影响，市场需求持续低迷，华菱钢管营收面临挑战，当年实现营业收入 126 亿元，同比下降 11%，实现净利润 4 亿元，同比下降 52%。

图 38: 2017-2024 年华菱钢管营业收入 (亿元)



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

图 39: 2017-2024 年华菱钢管净利润 (亿元)



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

三、量质并举，稳步向前

1. 周期底部潜心修炼“内功”，持续提质增效

公司不断优化自身债务结构。公司自 2015 年起积极降低资产负债率，至 2024 年底，公司资产负债率为 56.02%，较 2016 年的峰值 86.90% 降低了 30.88 个百分点。公司充分利用直接融资方式，发行华菱转 2 可转债，以较低财务费用获得长期可稳定使用资金。从债务结构上来看，近十年来增长最明显的是包含应付票据及应付账款的无息负债，由 2015 年末的 183 亿元增长至 2024 年末的 364 亿元。

图 40: 2016-2024 年 H1 资产负债率 (%)

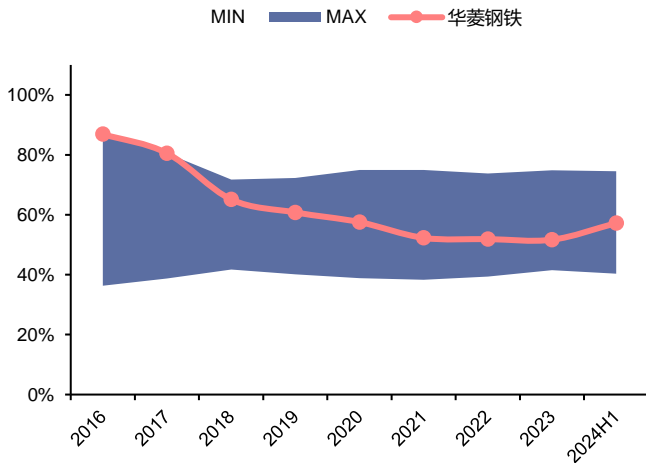
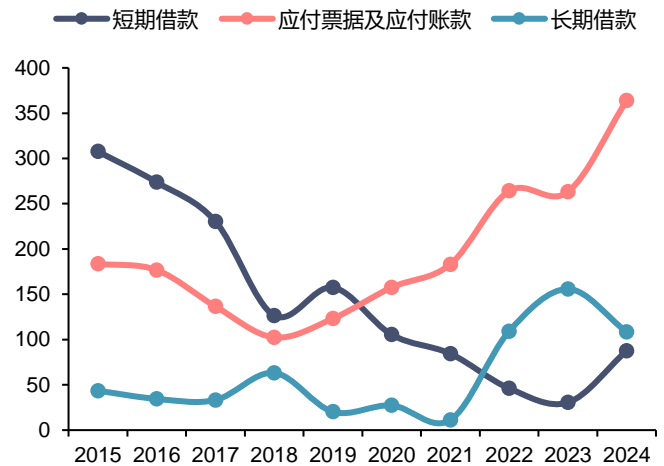


图 41: 2015-2024 年公司负债结构图 (亿元)



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心 注：样本范围为宝钢股份、包钢股份、中信特钢、华菱钢铁、河钢股份、鞍钢股份、马钢股份、新钢股份、本钢板材、南钢股份

资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

公司成本控制能力不断提升。公司自 2016 年以来，通过优化资本结构、改善融资环境以及增加汇兑收益等措施，显著降低了财务费用。财务费用从 2016 年的 23.16 亿元大幅下降至 2024 年的 0.88 亿元，减少了 96.89%。而财务费用占总营收的比重也由 2016 年的 4.64% 大幅下降至 2024 年的 0.06%，公司财务负担大幅减轻。

图 42: 2016-2024 年 H1 财务费用率 (%)

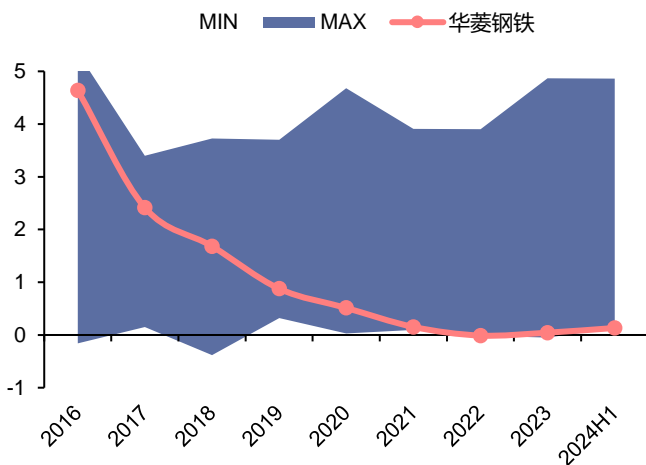
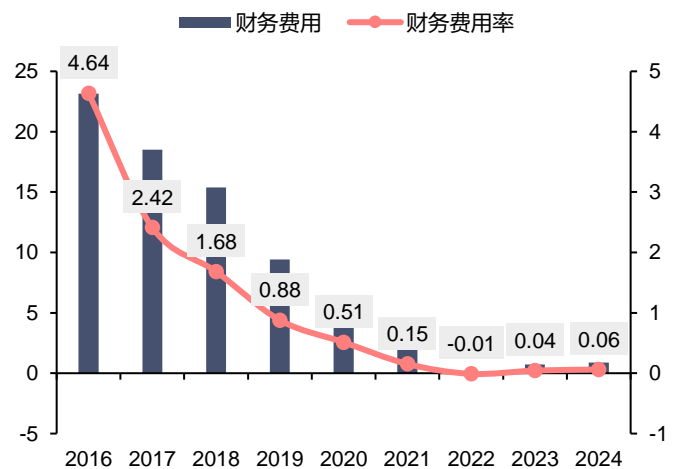


图 43: 2016-2024 年公司财务费用 (亿元, %)

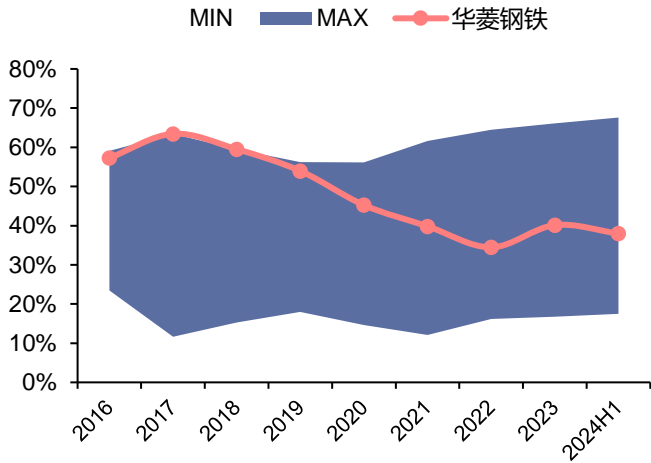


资料来源：IFind，信达证券研发中心 注：样本范围为宝钢股份、包钢股份、中信特钢、华菱钢铁、河钢股份、鞍钢股份、马钢股份、新钢股份、本钢板材、南钢股份

资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

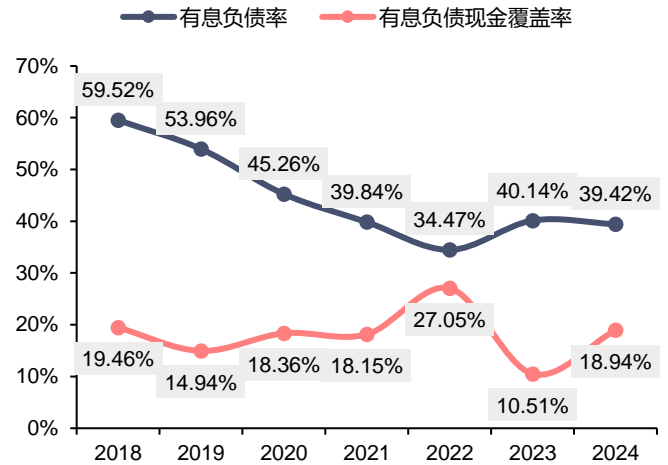
债务管理优化,偿债能力呈现改善趋势。公司有息负债率从2018年的59.52%大幅降至2024年的39.42%,清晰展现出公司在债务管理上的突出成效。债务负担的减轻,有效降低了偿债压力与财务风险,也为未来融资成本的降低创造了有利条件。2024年,有息负债现金覆盖率达18.94%,显示出公司偿债能力逐步向好的趋势。

图 44: 2016-2024 年 H1 有息负债率 (%)



资料来源: IFind, 信达证券研发中心 注: 样本范围为宝钢股份、包钢股份、中信特钢、华菱钢铁、河钢股份、鞍钢股份、马钢股份、新钢股份、本钢板材、南钢股份

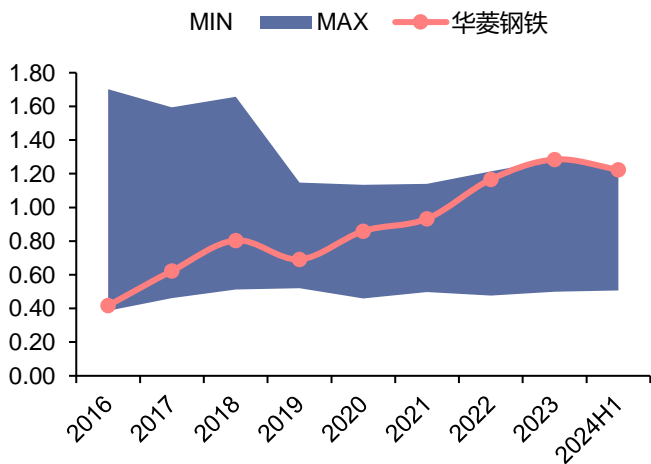
图 45: 2018-2024 年公司有息负债现金覆盖率 (%)



资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

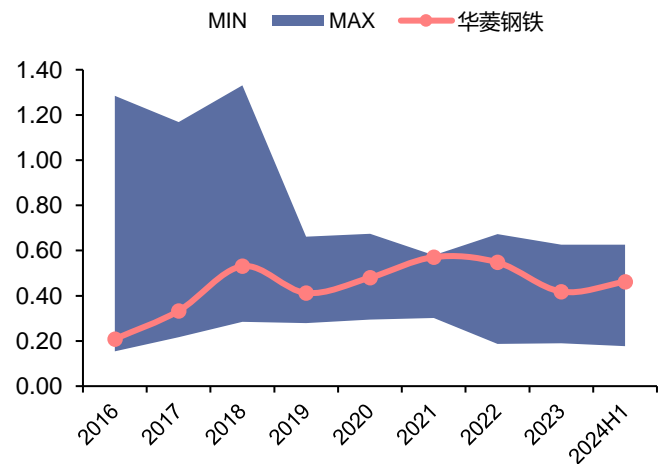
公司短期偿债能力不断增强。自 2018 年起,华菱钢铁流动比率持续上升,在同行业可比公司中的相对位置亦稳步提升,2024 年上半年公司流动比率达 1.22,反映其短期偿债能力的增强。

图 46: 2016-2024 年 H1 流动比率 (%)



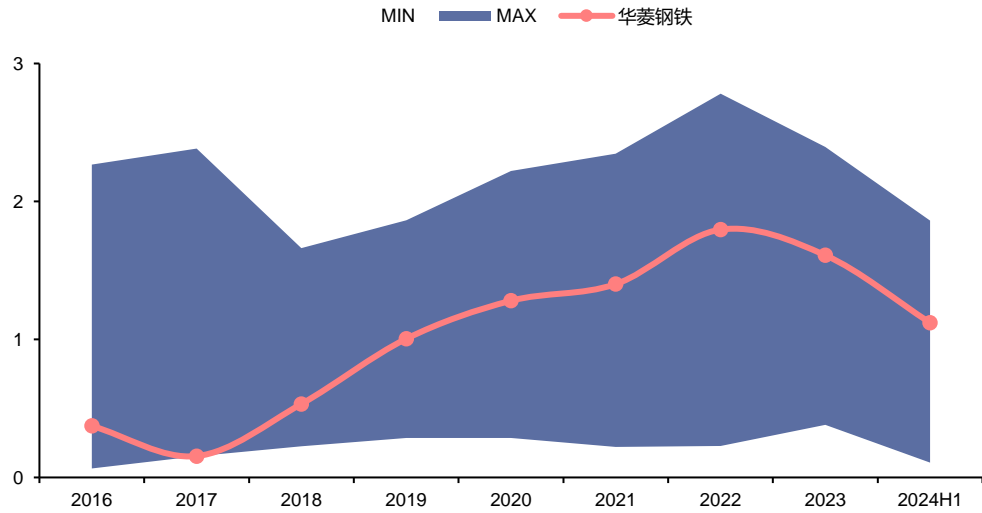
资料来源: IFind, 信达证券研发中心 注: 样本范围为宝钢股份、包钢股份、中信特钢、华菱钢铁、河钢股份、鞍钢股份、马钢股份、新钢股份、本钢板材、南钢股份

图 47: 2016-2024 年 H1 速动比率 (%)



资料来源: IFind, 信达证券研发中心 注: 样本范围为宝钢股份、包钢股份、中信特钢、华菱钢铁、河钢股份、鞍钢股份、马钢股份、新钢股份、本钢板材、南钢股份

近几年公司资本开支维持中高位,随着超低排放改造的完成,公司资本开支有进一步下降的空间。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,2026 年以后公司的资本性开支有望降低。

图 48：2016-2024H1 公司资本支出与折旧摊销之比


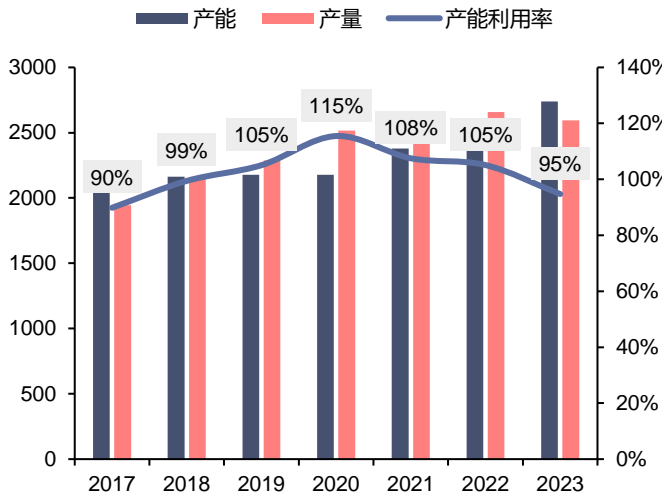
资料来源：IFind，信达证券研发中心 注：样本范围为宝钢股份、河钢股份、首钢股份、山东钢铁、包钢股份、柳钢股份、新钢股份、南钢股份、华菱钢铁

2.大体量+高成长+高端化，底部向上弹性显著

2.1.1 产能庞大且快速成长，规模弹性大

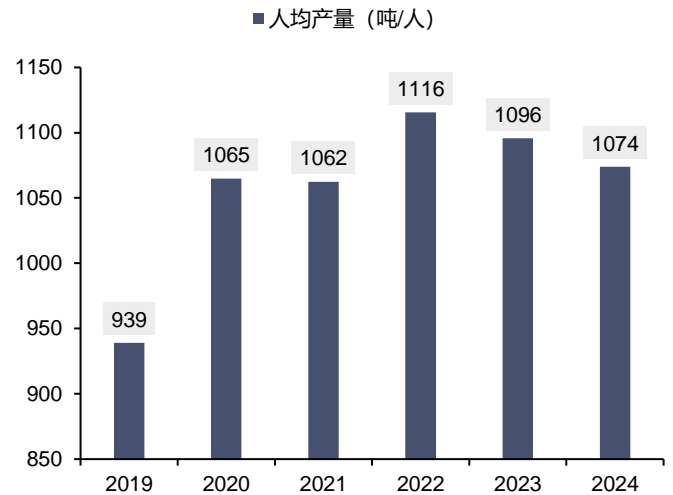
公司产能规模大，具备显著的规模优势。公司产能规模不断扩大，从2017年的2100余万吨增长至2023年的2700余万吨，较大的钢铁产能带来了较为显著的规模效应，公司人均钢材产量呈现出动态变化，整体呈上升趋势，公司人均钢材产量从2019年的939吨/人提升至2024年的1074吨/人。

图 49：2017-2023 年钢材产能及产量（万吨，%）



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

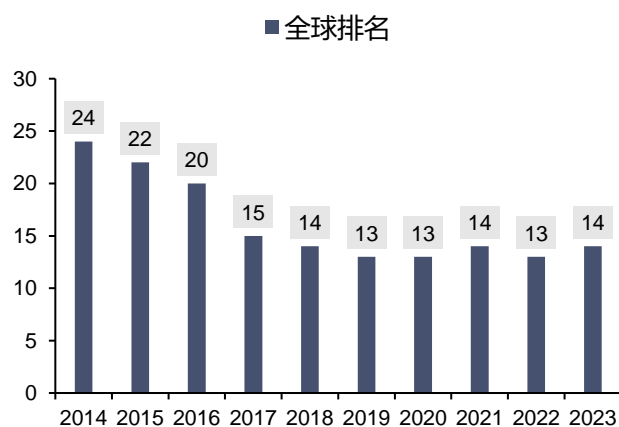
图 50：2019-2024 年公司人均钢材产量（吨/人）



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

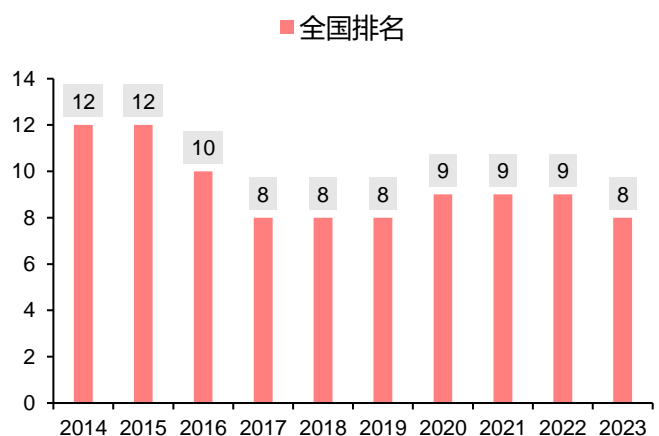
公司产量增长迅速，产量规模排居国内前列。2023年，公司粗钢产量2480万吨，位列全球第十四大、全国第八大钢铁集团。10年间，公司粗钢产量规模增长约1000万吨，成长速度较快，规模效应显著。

图 51：2014-2023 年华菱钢铁粗钢产量全球排名



资料来源：世界钢协，信达证券研发中心

图 52：2014-2023 年华菱钢铁粗钢产量全国排名



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

高端产能规模成长仍在继续。2025年，公司将加快推进华菱湘钢板材精整和表面处理中心、棒材精整线三期，华菱涟钢硅钢二期一步、冷轧高端家电板，华菱衡钢特大口径连轧管等项目建设，继续扩大高端产品产能规模。

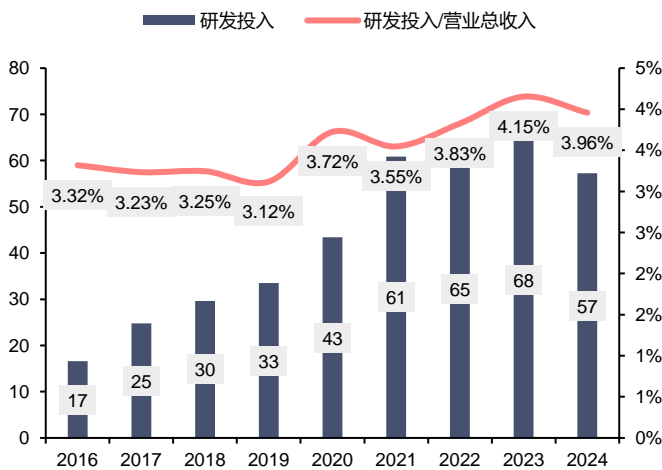
表 3: 公司当前重点在建项目

序号	工程名称	预算数(万元)	工程累计投入占预算比例(%)	工程进度(%)
1	华菱湘钢新建精品高速线材生产线	70,000	85.82	95
2	华菱湘钢新建中小棒轧钢项目	56,000	98.17	99
3	阳钢新建年产 120 万吨球团生产线项目	30,000	100	100
4	冷轧硅钢产品二期工程(二期一步)公辅系统建设项目	14,118	53.51	60
5	冷轧硅钢产品二期工程建设项目(二期一步)	197,423	47.29	75
6	华菱钢管高合金中小口径锅炉用无缝钢管产业化项目	13,000	100	100
7	华菱钢管一炼钢新增 5#圆坯连铸机项目	29,200	30	90

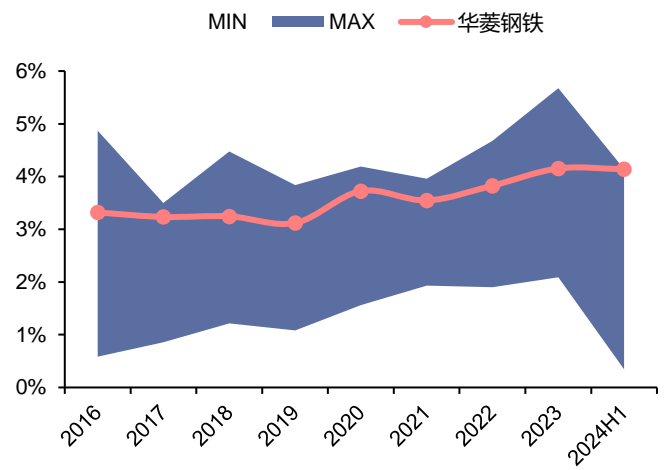
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 截至 2024 年报

2.1.2 持续布局高端产品, 价格弹性大

公司持续加大产品研发力度, 坚定高端化布局。(1) 研发资金: 2016 年以来华菱钢铁研发支出占营收比例均维持 3%-4%, 研发支出总额均处于行业内较高水平。2023 年、2024 华菱钢铁研发支出分别达 68、57 亿元, 研发支出占营收比例达 4.15%、4%, 处行业内较高水平。(2) 研发人员: 从 2016 年至 2024 年, 研发人员的数量和占比经历了波动, 但总体上保持在一定范围内。具体来说, 研发人员数量在 2016 年为 3308 人, 占比为 13.55%; 在 2024 年为 3300 人, 占比为 14.1%。

图 53: 2016-2024 年研发投入情况(亿元, %)


资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

图 54: 2018-2024H1 研发投入行业位置(%)


资料来源: IFind, 信达证券研发中心注: 样本范围为宝钢股份、包钢股份、中信特钢、华菱钢铁、河钢股份、鞍钢股份、马钢股份、新钢股份、本钢板材、南钢股份

高端产能持续释放, 结构优化路径清晰。公司通过产线迭代推动产品升级战略落地: 2024 年钢管板块: 新增 20 万吨/年高端无缝管产能, 2026 年特大口径产能将扩容至 80 万吨/年; 硅钢领域: 连钢一期 68 万吨项目投产, 二期 62 万吨产能预计 2025 年末释放, 配套电磁材料公司强化协同效应; 汽车板业务: VAMA 二期 45 万吨镀锌线投产, 巩固高端汽车板供应能力; 特钢升级: 特厚板坯连铸机与精品线材项目落地驱动产品结构优化。

产品矩阵优化升级, 高端化战略纵深推进。公司通过"技术驱动+场景深耕"双轮策略实现产品结构优化突破: 1) 宽厚板领域: 持续巩固造船板、海工钢等战略品种竞争优势, 在 LNG 运输船用钢、深海平台特种钢等高端细分市场保持领跑地位; 2) 薄板板块: 依托汽车板二期 45 万吨镀锌产能释放, 实现从基板到高端镀锌产品的产业链延伸, 同步推进硅钢产品迭代升级, 一期中高牌号无取向硅钢已深度渗透家电及新能源汽车电机市场; 3) 线棒材与钢

管业务：加速“优转特”战略落地，通过连铸机改造及控轧控冷工艺升级，重点突破轴承钢、高压锅炉管等高端品种国产替代。

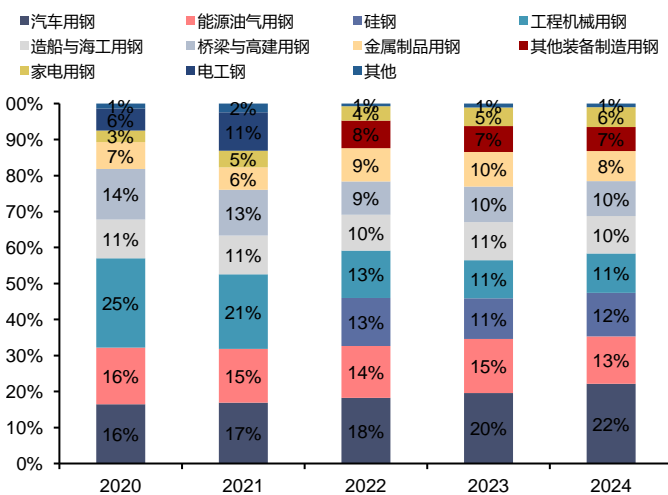
表 4：公司产品优化升级成果

产品类型	成果
板材	<p>宽厚板：继续巩固在造船、海工、高建桥梁、风电等下游细分市场的竞争优势。</p> <p>薄板：进一步延伸产业链，提升产品附加值，如汽车板二期项目 2023 年竣工投产，新增 45 万吨镀锌年产能，贡献了部分增量，以工业板为主。目前二期项目产线认证和专利产品认证工作正在有序推进，力争 2024 年达产。</p> <p>硅钢：硅钢成品一期项目第一步已于 2023 年 6 月底投产，产品均定位中高牌号无取向硅钢，在家电和工业电机领域取得了非常好的进展，仅 2 个月的时间就完成了某国内家电龙头企业认证工作，超出预期。</p> <p>汽车板：顺利开发了四款新能源汽车用无取向硅钢成品。2024 年将形成 20 万吨无取向硅钢成品、9 万吨取向硅钢半成品生产能力，进一步提升公司硅钢产品的竞争力水平。</p>
长材	工业线棒材加快“优转特”步伐。工业线棒材中特钢销量占比由 2022 年初 10% 提升至 2023 年末的 20% 左右，到“十四五”末预计达 25-30%。
钢管	无缝钢管领域继续推进弹簧扁钢、深地工程用特殊扣、高压锅炉用管等高端品种的开发和市场推广，提升高端产品销量占比。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

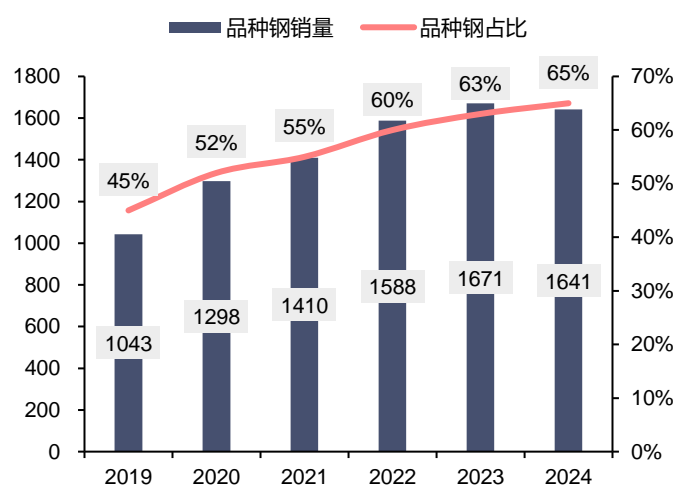
高端化战略成效凸显，技术突破构筑护城河。公司全年新增专利授权 542 项，其中发明专利 120 项，重点品种钢销量占比达到 65%，较 2023 年再提升 2 个百分点，彰显高端化转型加速度。分业务板块看：1) 宽厚板领域：华菱湘钢镍系钢全系列供货，“海洋工程结构用钢”入选国家制造业单项冠军。产品用于“梦想号”大洋钻探船等，特厚齿条钢参建“亨通海悦号”，低温钢供货全球首个液氨动力船。2) 薄板板块：华菱涟钢“冷轧热冲压用钢板和钢带”获“金杯特优产品”。高耐蚀型耐候钢助力海上光伏，与三一合作推出电动重卡，开发硅钢产品并投产，获多行业龙头认证且稳定供货。3) 汽车板领域：汽车板公司开发内外双门环、钢制电池包等创新应用，以工艺创新满足汽车行业需求，引领轻量化趋势。4) 无缝钢管领域：华菱衡钢开发“深地塔科 1 井”用油管等。

图 55：2020-2024 年品种钢销量占比结构



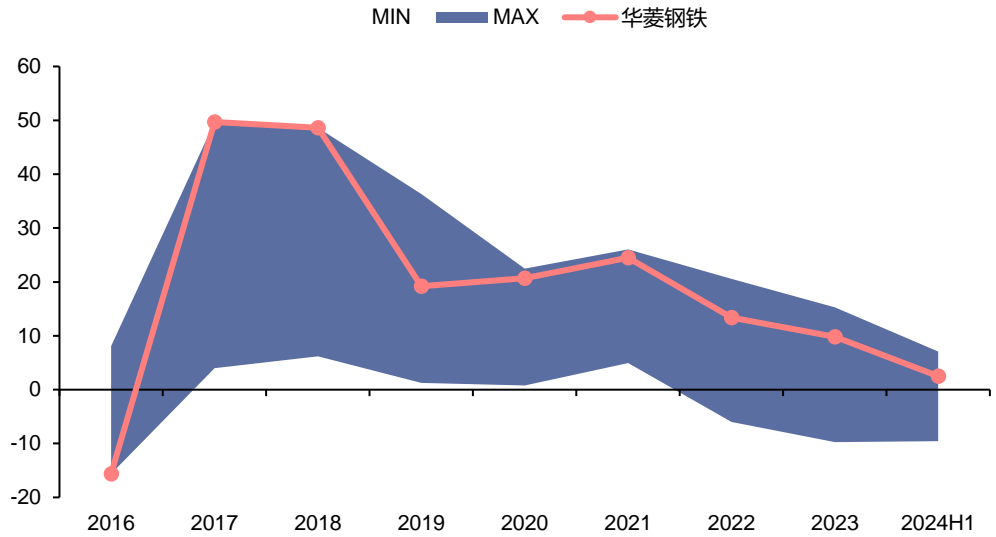
资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

图 56：2019-2024 年公司品种钢销量情况 (万吨)



资料来源：公司年报，IFind，信达证券研发中心

产品结构向高端化迈进，华菱钢铁的盈利水平显著提升。2017 年，华菱钢铁在同行业可比公司中的 ROE 排名实现了从低位向行业前列的大幅跃升，此后一直稳居行业头部梯队。2024 年，公司 ROE 为 3.8%，在行业整体下行背景下，凸显了公司在高端钢材领域布局所取得的成效。

图 57: 2016-2024 年 H1 净资产收益率 (%)


资料来源: IFind, 信达证券研发中心注: 样本范围为宝钢股份、包钢股份、中信特钢、华菱钢铁、河钢股份、鞍钢股份、马钢股份、新钢股份、本钢板材、南钢股份

四、盈利预测

板材: 公司板材产品主要有宽厚板、热轧板卷、冷轧板卷、镀层板等,涉及的生产主体为 VAMA、华菱涟钢、华菱湘钢。其中,宽厚板、热轧板卷整体产能稳定,预计产销量整体持平;冷轧板及镀层板产能维持增长, VAMA 汽车板二期于 2023 年实现投产,新增 45 万吨高端汽车用钢年产能,2024 年实现满产,公司现正紧锣密鼓推动三期项目建设。在此情形下,由于三期项目进度仍存不确定性,不考虑三期项目对公司板材产量、价格的提振,我们假设 2025-2027 年公司板材销量为 1500/1500/1500 万吨;综合考虑 2025 年以来钢材及原料售价持续下行及“稳增长”预期下钢铁行业可能的盈利改善,具体售价及成本如下:

表 5: 华菱钢铁板材业务假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量(万吨)	1416	1431	1493	1500	1500	1500
yoy	3.4%	1.1%	4.3%	0.5%	0.0%	0.0%
销售收入(亿元)	813	699	666	649	656	669
销售成本(亿元)	694	592	600	579	579	585
毛利(亿元)	119	107	66	70	77	84

资料来源: IFind, 信达证券研发中心

长材: 公司长材产品主要有棒材、线材等,华菱涟钢、华菱钢管、华菱湘钢及其旗下的阳春新钢均有相关产品。公司长材业务整体较为成熟,当前长材产品结构不断调整,2022 年公司投资建设华菱湘钢精品高速线材生产线项目,该项目年产 60 万吨,助力公司长材向特钢领域转型。在此情形下,基于棒材、线材当前销售承压的市场形势,我们假设 2025-2027 年公司长材销量为 848/840/832 万吨,具体售价及成本如下:

表 6: 华菱钢铁长材业务假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量(万吨)	1062	1040	857	848	840	832
yoy	2.0%	-2.1%	-17.6%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
销售收入(亿元)	457	408	309	288	276	276
销售成本(亿元)	430	388	303	285	274	274
毛利(亿元)	27	20	6	3	2	2

资料来源: IFind, 信达证券研发中心

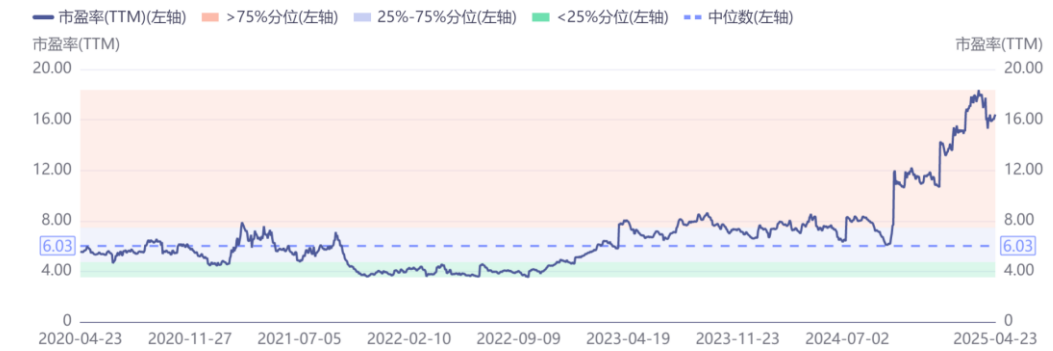
钢管: 公司钢管产品主要由旗下华菱钢管生产,公司管材业务销量近年来稳中有增,产品下游景气程度有望延续。在此情形下,基于公司产品高端化带来业务结构的调整,我们假设 2025-2027 年公司钢管销量为 184/185/187 万吨,具体售价及成本如下:

表 7: 华菱钢铁钢管业务假设

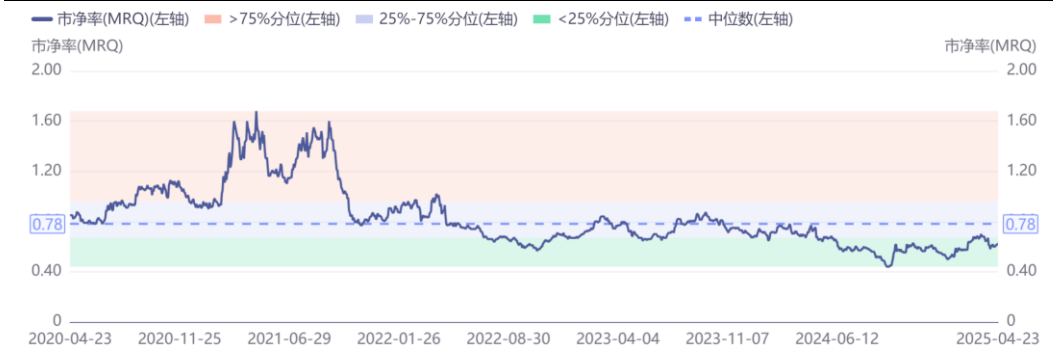
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量(万吨)	177	181	180	184	185	187
yoy	7.9%	2.3%	-0.6%	2.0%	1.0%	1.0%
销售收入(亿元)	135	125	123	118	116	118
销售成本(亿元)	116	108	112	109	106	108
毛利(亿元)	19	17	11	9	9	9

资料来源: IFind, 信达证券研发中心

公司市净率为近 5 年较低水平。截至 2025 年 4 月 23 日,华菱钢铁 PE (TTM) 为 16.42x, 为近 5 年的 97.69%; 华菱钢铁 PB (MRQ) 为 0.62x, 为近 5 年的 16.61%。

图 58: 华菱钢铁近 5 年市盈率 (TTM) 分位值


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

图 59: 华菱钢铁近 5 年市净率 (MRQ) 分位值


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

截至 4 月 23 日收盘价, 我们预测公司 2025-2027 年归属于母公司的净利润分别为 23.00、26.70、30.08 亿元; EPS 为 0.33、0.39、0.44 元/股; 对应 PE 为 14.51x、12.50x、11.09x。综合考虑公司在汽车板、硅钢等高端产品方面的成长性, 参照宝钢股份、南钢股份两家可比公司市净率表现, 考虑到公司规模及产品结构有所差异, 我们认为公司合理 PB 为 0.72x (约为可比公司 PB 均值的 80%), 对应华菱钢铁 2025 年合理市值为 488 亿元, 合理股价为 7.07 元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 8: 可比公司盈利预测与估值

	收盘价	归母净利润				PE				PB
		2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024A/E	2025E	2026E	
宝钢股份	6.78	119.4	91.8	104.6	118.0	12.1	15.6	13.7	12.2	0.72
南钢股份	4.21	21.3	22.6	25.0	28.3	12.5	11.8	10.6	9.4	1.00
	平均值					12.3	13.7	12.2	10.8	0.9
华菱钢铁	4.68	50.8	20.3	23.0	26.7	6.57	16.42	14.51	12.50	0.62

资料来源: IFind, 信达证券研发中心 注: (1) 截至 2025 年 4 月 23 日; (2) 宝钢股份、南钢股份采用同花顺一致预测, 华菱钢铁为信达证券研发中心能源团队预测。

投资建议

虽然钢铁行业现阶段面临供需矛盾突出等困扰，行业利润整体低位，但伴随一系列“稳增长”政策纵深推进，钢铁需求总量有望逐步企稳，反观供给侧调整政策预期下钢铁供给总量及结构均有改善迹象，钢铁行业供需总体形势有望稳中向好。总体上，我们认为当前钢铁行业仍处于周期底部，在“稳增长”及供给侧调整预期下，未来钢铁行业产业格局有望稳中趋好，叠加当前部分公司已经处于价值低估区域，现阶段具备板块性投资机遇。

综合以上，我们认为华菱钢铁有望充分受益产量增长的规模效益及高端化带来的盈利能力抬升，随着经济周期、钢铁板块的修复，华菱钢铁底部向上弹性较为显著，我们看好公司当前经营业绩改善和未来发展潜力，现阶段具有较好的投资潜力。

截至4月23日收盘价，我们预测公司2025-2027年归属于母公司的净利润分别为23.00、26.70、30.08亿元；EPS为0.33、0.39、0.44元/股；对应PE为14.51x、12.50x、11.09x。综合考虑公司在汽车板、硅钢等高端产品方面的成长性，参照宝钢股份、南钢股份两家可比公司市净率表现，考虑到公司规模及产品结构有所差异，我们认为公司合理PB为0.72x（约为可比公司PB均值的80%），对应华菱钢铁2025年合理市值为488亿元，合理股价为7.07元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险因素

- (1) **国际形势的大幅变化:** 若国际形势进一步恶化, 或影响钢材及下游相关产品的出口, 进而影响钢铁行业的需求水平, 或将使钢价下行。
- (2) **宏观经济不及预期:** 若国内经济增速放缓, 复苏不及预期, 将直接影响钢铁需求水平, 或将使钢价下行。
- (3) **房地产持续大幅下行:** 房地产的钢铁行业主要下游, 若房地产持续较长时间大幅下行, 将影响钢铁需求进而挤压钢材价格, 导致公司业绩下滑。
- (4) **钢铁冶炼技术发生重大革新:** 钢铁工业属于中游制造业, 技术更新较为迅速, 若出现冶炼技术的重大革新, 可能会影响产业格局及公司的竞争地位。
- (5) **公司管理变革实施不及预期:** 公司的管理变革与未来发展息息相关, 实施进程关乎公司未来的业绩表现。
- (6) **公司发展规划出现重大调整:** 公司发展规划的变动, 或将直接影响公司业务稳定性及业绩弹性。

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66,648	65,181	65,125	67,724	71,516
货币资金	5,616	11,056	9,738	12,386	16,737
应收票据	723	593	569	585	582
应收账款	5,252	3,963	4,042	4,112	4,035
预付账款	4,136	2,524	3,115	3,028	2,861
存货	14,554	12,020	11,653	11,887	11,718
其他	36,368	35,025	36,007	35,726	35,585
非流动资产	66,484	82,925	84,525	86,205	86,901
长期股权投资	1,000	1,214	1,437	1,674	1,824
固定资产(合计)	53,536	54,668	55,844	56,526	56,063
无形资产	5,729	5,573	5,932	6,392	6,612
其他	6,220	21,470	21,312	21,613	22,401
资产总计	133,133	148,106	149,649	153,929	158,417
流动负债	51,872	70,353	69,217	70,340	71,146
短期借款	3,051	8,757	9,257	9,757	10,257
应付票据	16,131	26,341	25,281	25,018	25,172
应付账款	10,176	10,050	9,751	10,722	10,788
其他	22,514	25,204	24,927	24,842	24,929
非流动负债	16,919	12,609	12,609	12,609	12,609
长期借款	15,574	10,851	10,851	10,851	10,851
其他	1,345	1,758	1,758	1,758	1,758
负债合计	68,791	82,962	81,826	82,949	83,755
少数股东权益	11,082	11,488	12,280	13,347	14,650
归属母公司股东权益	53,260	53,656	55,543	57,634	60,012
负债和股东权益	133,133	148,106	149,649	153,929	158,417

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	164,465	144,685	140,376	139,644	141,185
同比(%)	-2.5%	-12.0%	-3.0%	-0.5%	1.1%
归属母公司净利润	5,079	2,032	2,300	2,670	3,008
同比(%)	-20.4%	-60.0%	13.2%	16.1%	12.6%
毛利率(%)	9.4%	6.8%	7.4%	7.9%	8.3%
ROE%	9.5%	3.8%	4.1%	4.6%	5.0%
EPS(摊薄)(元)	0.74	0.29	0.33	0.39	0.44
P/E	6.57	16.42	14.51	12.50	11.09
P/B	0.63	0.62	0.60	0.58	0.56
EV/EBITDA	4.68	5.44	6.25	5.21	4.41

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	164,465	144,685	140,376	139,644	141,185
营业成本	148,697	134,455	130,018	128,666	129,456
营业税金及附加	653	709	632	628	635
销售费用	446	489	421	419	424
管理费用	1,711	1,663	1,404	1,396	1,484
研发费用	6,828	5,722	5,475	5,446	5,539
财务费用	72	88	395	419	402
减值损失合计	-64	-14	-20	-20	-19
投资净收益	470	478	421	427	441
其他	1,027	2,197	1,214	1,394	1,598
营业利润	7,491	4,220	3,647	4,471	5,265
营业外收支	-4	-79	0	0	0
利润总额	7,487	4,141	3,647	4,471	5,265
所得税	847	942	554	734	954
净利润	6,640	3,200	3,093	3,737	4,311
少数股东损益	1,561	1,168	793	1,067	1,303
归属母公司净利润	5,079	2,032	2,300	2,670	3,008
EBITDA	10,948	7,860	7,849	9,012	9,773
EPS(当年)(元)	0.74	0.29	0.33	0.39	0.44

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,273	5,778	4,155	8,687	9,435
净利润	6,640	3,200	3,093	3,737	4,311
折旧摊销	3,856	4,019	3,807	4,122	4,106
财务费用	212	294	506	516	526
投资损失	-660	-851	-421	-427	-441
营运资金变动	-4,805	-915	-2,899	671	866
其它	31	30	70	69	68
投资活动现金流	-15,997	-14,259	-4,985	-5,374	-4,359
资本支出	-6,204	-4,720	-5,177	-5,557	-4,640
长期投资	-10,066	-9,735	-229	-245	-160
其他	273	196	421	427	441
筹资活动现金流	5,989	12,535	-637	-666	-726
吸收投资	1,930	195	-31	0	0
借款	3,098	983	500	500	500
支付利息或股息	-2,323	-3,215	-1,106	-1,166	-1,226
现金流净增加额	-4,544	4,203	-1,318	2,647	4,351

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。