

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华菱钢铁（000932）

投资评级 买入

上次评级 买入

高升 煤炭、钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

刘波 煤炭、钢铁行业分析师

执业编号：S1500525070001

邮箱：liubo1@cindasc.com

李睿 煤炭、钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., 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

业绩弹性初步兑现，向上空间或依然显著

2025年8月19日

事件：2025年8月18日，华菱钢铁发布2024年中报，2024年上半年，公司实现营业收入627.94亿元，同比下降17.02%，实现归母净利润17.48亿元，同比上涨31%；扣非后净利润15.22亿元，同比上涨31%。经营活动现金流量净额90.63亿元，同比上涨64.41%；基本每股收益0.25元/股，同比上涨32%。资产负债率为55.62%，较2024全年下降0.40pct。

2025年第二季度，公司单季度营业收入328.63亿元，同比下降15.52%，环比上涨8.71%；单季度归母净利润11.86亿元，同比上涨26.22%，环比上涨111.05%；单季度扣非后净利润10.71亿元，同比上涨27.43%，环比上涨225.26%。

点评：

- **公司业绩稳健增长，经营数据整体向好。**2025年上半年，实现利润总额、净利润、归属于母公司所有者的净利润29.84亿元、23.10亿元、17.48亿元，同比分别增长23.29%、17.29%、31.31%，继续保持了行业靠前的盈利水平。营收结构方面，受公司贸易业务主体之一华菱电商100%股权已于2024年12月出售给公司控股股东湖南钢铁集团等因素影响，钢铁板块营收占比由去年同期的73.96%提升至2025年上半年的74.85%。产品盈利能力方面，2025年上半年，钢材毛利率均有所抬升，长材、板材、钢管毛利率分别为5.45%、13.65%、10.89%，较2024年上半年的1.64%、10.99%、8.76%有所抬升，其中长材盈利修复最为显著。财务费用方面，2025年上半年公司有息债务规模同比下降，由去年同期的328亿元下降至2025年上半年的309亿元，贷款利息相应减少，财务费用由去年同期的1亿元下降至-1610万元。
- **公司持续聚焦产品迭代升级，品种结构加速优化。**2025年上半年，公司重点品种钢销量占比68.5%，同比提升3.9个百分点。硅钢领域继续发力，成功开发12个高牌号无取向硅钢、5个取向硅钢成品牌号，首批高磁感取向硅钢在6月27日实现首发交付，实现取向硅钢基料销量47.5万吨，同比增长38%，市场占有率突破60%。VAMA积极应对汽车行业供应链整合、车身模块化及可持续发展需求，新增24项新钢种技术许可，重磅发布应用第三代铝硅镀层热成形钢Ductibor®1500与第三代冷成形高强钢Fortiform的多零件集成解决方案“驭简”。此外，根据公告，公司旗下阳春新钢铁拟实施高速线材提质升级项目，项目投产后，将推动阳春新钢铁产品从建筑用材向工业用材转型，有利于阳春新钢铁提升产品档次，进一步优化产品结构，增加高附加值产品占比，提升盈利能力和综合竞争力。
- **公司不断加大股东回报和市值维护力度。**已支付2024年度现金分红6.87亿元，2024年现金分红+回购注销比例预计达44%-54%。2025年2月15日起的12个月内，公司拟以2~4亿元回购股份并予以注销。截

止 6 月 30 日,公司已回购 4,206 万股,回购金额达到 2.01 亿元。控股股东有力增持。2024 年 7 至 9 月,控股股东及其一致行动人通过二级市场按上限增持公司 2% 的股份。同时,公司积极引导长期资本耐心资本入股,2025 年 7 月披露信泰人寿已通过二级市场增持购买公司股份至持股比例达到 5.00%,拟长期持有并有进一步增持意向。

- **盈利预测与投资评级:** 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以及反内卷政策的逐步落地,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。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 33.14 亿、41.38 亿、45.10 亿,截至 8 月 18 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 11.42/9.15/8.39 倍;我们重点推荐公司,维持公司“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	142,422	143,733	145,321
同比(%)	-2.5%	-12.0%	-1.6%	0.9%	1.1%
归属母公司净利润(百万元)	5,079	2,032	3,314	4,138	4,510
同比(%)	-20.4%	-60.0%	63.1%	24.9%	9.0%
毛利率(%)	9.4%	6.8%	8.4%	9.4%	9.8%
ROE(%)	9.5%	3.8%	5.9%	6.9%	7.0%
EPS (摊薄) (元)	0.74	0.29	0.48	0.60	0.65
P/E	7.45	18.63	11.42	9.15	8.39
P/B	0.71	0.71	0.67	0.63	0.59

资料来源:万得,信达证券研发中心预测;股价为 2025 年 8 月 18 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	66,648	65,181	65,269	66,385	65,835	
货币资金	5,616	11,056	4,720	5,597	5,617	
应收票据	723	593	577	603	599	
应收账款	5,252	3,963	4,101	4,232	4,153	
预付账款	4,136	2,524	3,124	3,066	2,896	
存货	14,554	12,020	11,690	12,034	11,862	
其他	36,368	35,025	41,056	40,853	40,708	
非流动资产	66,484	82,925	82,255	83,936	84,631	
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	19,043	19,343	20,132	
资产总计	133,133	148,106	147,524	150,320	150,467	
流动负债	51,872	70,353	69,560	71,146	71,458	
短期借款	3,051	8,757	9,257	9,757	9,757	
应付票据	16,131	26,341	25,361	25,327	25,483	
应付账款	10,176	10,050	9,782	10,854	10,921	
其他	22,514	25,204	25,161	25,208	25,297	
非流动负债	16,919	12,609	8,764	4,764	-1,236	
长期借款	15,574	10,851	6,851	2,851	-3,149	
其他	1,345	1,758	1,913	1,913	1,913	
负债合计	68,791	82,962	78,324	75,910	70,222	
少数股东权益	11,082	11,488	12,630	14,283	16,237	
归属母公司股东权益	53,260	53,656	56,570	60,128	64,008	
负债和股东权益	133,133	148,106	147,524	150,320	150,467	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	164,465	144,685	142,422	143,733	145,321	
同比(%)	-2.5%	-12.0%	-1.6%	0.9%	1.1%	
归属母公司净利润	5,079	2,032	3,314	4,138	4,510	
同比(%)	-20.4%	-60.0%	63.1%	24.9%	9.0%	
毛利率(%)	9.4%	6.8%	8.4%	9.4%	9.8%	
ROE%	9.5%	3.8%	5.9%	6.9%	7.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.74	0.29	0.48	0.60	0.65	
P/E	7.45	18.63	11.42	9.15	8.39	
P/B	0.71	0.71	0.67	0.63	0.59	
EV/EBITDA	4.68	5.45	5.83	4.44	3.65	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	164,465	144,685	142,422	143,733	145,321	
营业成本	148,697	134,455	130,426	130,251	131,053	
营业税金及附加	653	709	641	647	654	
销售费用	446	489	427	431	436	
管理费用	1,711	1,663	1,424	1,437	1,528	
研发费用	6,828	5,722	5,554	5,606	5,702	
财务费用	72	88	335	289	135	
减值损失合计	-64	-14	-20	-20	-19	
投资净收益	470	478	427	440	454	
其他	1,027	2,197	1,232	1,436	1,646	
营业利润	7,491	4,220	5,254	6,928	7,894	
营业外收支	-4	-79	0	0	0	
利润总额	7,487	4,141	5,254	6,928	7,894	
所得税	847	942	798	1,137	1,430	
净利润	6,640	3,200	4,456	5,791	6,464	
少数股东损益	1,561	1,168	1,142	1,653	1,954	
归属母公司净利润	5,079	2,032	3,314	4,138	4,510	
EBITDA	10,948	7,846	9,396	11,339	12,136	
EPS(当年)(元)	0.74	0.29	0.48	0.60	0.65	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	5,273	5,778	5,489	10,724	11,257	
净利润	6,640	3,200	4,456	5,791	6,464	
折旧摊销	3,856	4,019	3,807	4,122	4,106	
财务费用	212	294	446	336	191	
投资损失	-660	-851	-427	-440	-454	
营运资金变动	-4,805	-915	-2,890	846	882	
其它	31	30	97	69	68	
投资活动现金流	-15,997	-14,259	-7,671	-5,362	-4,346	
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	-2,265	440	454	
筹资活动现金流	5,989	12,535	-4,186	-4,486	-6,891	
吸收投资	1,930	195	-75	0	0	
借款	3,098	983	-3,500	-3,500	-6,000	
支付利息或股息	-2,323	-3,215	-1,046	-986	-891	
现金流净增加额	-4,544	4,203	-6,336	877	20	

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。现任信达证券研发中心负责人。

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等工作，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。

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。

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月加入信达证券研究开发中心，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月加入信达证券研究开发中心，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月加入信达证券研究开发中心，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月加入信达证券研究开发中心，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月加入信达证券研究开发中心，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月加入信达证券研究开发中心，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。