

华菱钢铁(000932)/钢铁

关注公司中长期蜕变

评级: 增持(维持)

市场价格: 7.68

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

分析师: 赖福洋

执业证书编号: S0740517080002

电话: 021-20315128

分析师: 邓轲

执业证书编号: S0740518040002

电话: 021-20315223

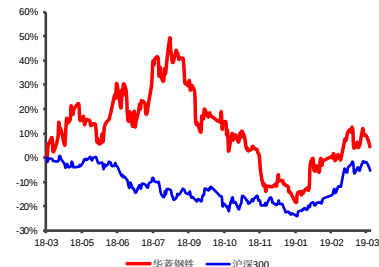
研究助理: 曹云

电话: 021-20315766

基本状况

总股本(亿股)	30.16
流通股本(亿股)	30.15
市价(元)	7.68
市值(亿元)	232
流通市值(亿元)	232

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 四季度盈利环比回落但全年依然亮眼
- 2 轻装上阵, 未来可期
- 3 业绩再创新高

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	76,656.36	91,368.80	82,049.18	84,838.85	88,615.56
增长率 yoy%	53.47%	19.19%	-10.20%	3.40%	4.45%
净利润	4,120.92	6,780.03	3,985.46	4,309.78	4,574.16
增长率 yoy%	-490.55%	64.53%	-41.22%	8.14%	6.13%
每股收益(元)	1.37	2.25	0.94	1.02	1.08
每股现金流量	1.40	4.78	3.62	2.28	3.58
净资产收益率	39.82%	38.67%	18.89%	17.56%	16.22%
P/E	5.62	3.42	8.14	7.52	7.09
PEG	9.87	-0.27	-0.03	13.22	-0.56
P/B	2.24	1.32	1.54	1.32	1.15

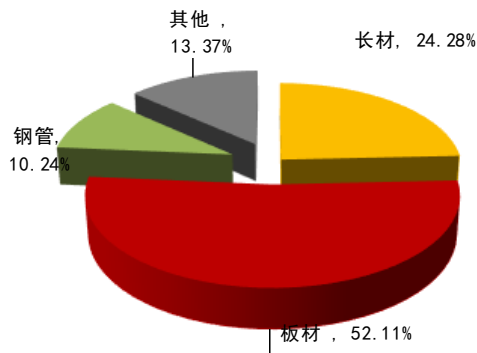
备注:

投资要点

- **业绩概要:** 公司发布 2018 年业绩公告, 报告期内公司实现营业收入 911.79 亿元, 同比增长 19.09%; 实现归属于上市公司股东净利润 67.80 亿元, 同比增长 64.53%; 对应 EPS 为 2.25 元, 四个季度 EPS 分别为 0.51 元、0.63 元、0.67 元及 0.44 元; 去年同期实现归属于上市公司股东净利润 41.21 亿元, 折合 EPS 为 1.37 元。此外, 公司计划不派发现金红利, 不送红股, 拟以 30.16 亿股为基础, 以资本公积转增股本, 向全体股东每 10 股转增 4 股;
- **经营数据:** 公司 2018 年产铁 1631 万吨, 钢 1972 万吨, 材 1836 万吨, 分别同比增长 10%、14% 和 10%, 均创造年产新纪录。结合年报数据以钢材销量折算 2018 年吨钢售价 4674 元、吨钢成本 3827 元及吨钢毛利 847 元, 同比分别上升 444 元、234 元和 210 元。此外, 华菱湘钢、华菱涟钢及华菱钢管三大子公司实现归母净利 45.79 亿元、34.69 亿元、5.59 亿元及 0.34 亿元, 分别同比增长 75.52%、37.53% 及 614.07%;
- **财务分析:** 公司 2018 年营业收入同比增长 19.09%, 其中钢铁主业收入同比增长 23.38%, 一是高炉稳产顺行, 钢材产销均创新高, 二是下游需求持续高韧性叠加地处钢材净流入地, 销售价格不仅同比增长 10.51%, 且增幅高于行业平均水平 3.8 个百分点; 2018 年综合毛利率 17.43%, 同比增长 3.61 个百分点, 除营收同比抬升外, 公司在工序成本及主要技术指标方面也在不断挖潜增效; 期间费用率 6.29%, 同比基本持平, 吨钢三项费用同比增加 19 元, 其中研发费用同比增长 134.49%; 净利润率 6.92%, 同比增长 2.52 个百分点; 2018 年末资产负债率 65.12%, 同比降低 15.27 个百分点, 除利用经营性现金流主动偿还外, 公司引进六家市场化债转股机构对三家核心钢铁子公司增资 3.28 亿元, 三家子公司的资产负债率均下降 5% 以上, 同时公司还积极调整负债结构, 长期借款较年初增加 90.33%, 短期负债较年初减少 46.91%, 2018 年末长、短期负债比例优化为 38%: 62%; 此外, 在建工程较年初增长 48.32%, 主要由于报告期内子公司新增提质增效、信息化改造等项目导致;
- **分红可期:** 公司 2018 年拟不派发现金红利主要源于以下原因: 一是 2018 年末公司母公司未分配利润为 -51.92 亿元; 二是公司未来在降杠杆及实现超低排放标准过程中仍有较大投入。与此同时, 公司披露 2019-2020 年股东回报规划, 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。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%。虽然 2019 年行业整体的盈利回归常态, 但具体到公司而言, 未分配利润转正的可能较大, 分红可期;
- **持续提升运营效率:** 公司正在继续智能制造进程, 提高管理效率, 促进企业运营效率大幅提升。截止 2018 年末, 华菱湘钢、华菱涟钢人均年产钢分别达到 1103 吨、1079 吨, 后期公司计划将智能制造及用人制度改革进行匹配, 目标将今年人均年产钢提升到 1200 吨, 中长期目标为 1500 吨。智能制造进程周期预计三到五年, 但从更长远的时间来看对公司是质的提升。此外, 子公司层面仍在优化环保及生产等各项指标, 华菱湘钢拟建设实施 360m² 烧结机烟气脱硫脱硝项目, 同时拟将对 4 座 4.3 米焦炉进行环保提质改造, 华菱涟钢拟投资建设热处理线二期项目, 形成 40 万吨薄板产品的热处理能力。综合而言, 无论短期还是中长期, 华菱始终致力于构建精益生产、销研产一体化和营销服务三大战略支撑体系, 降本提质增效将在未来进一步显现;

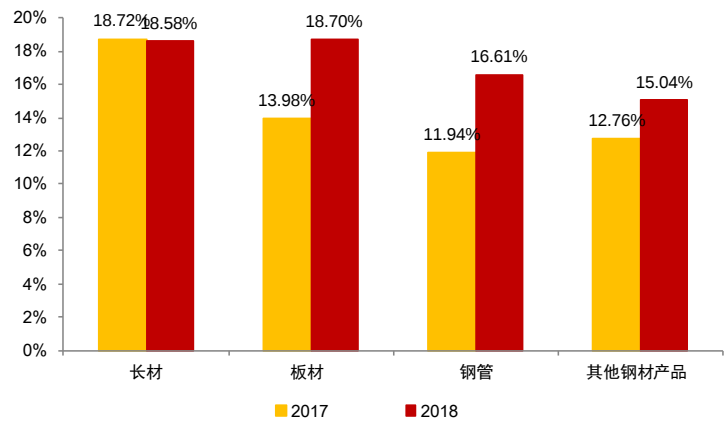
- **投资建议：**作为中南地区的钢材龙头企业，公司盈利跟随行业基本面变化。在行业需求并不悲观的情况下，未来随着公司减轻财务负担效用体现，有助于进一步提升归属上市公司股东的利润水平。我们考虑转增股本后，预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.94 元、1.02 元、1.08 元，中长期维持“增持”评级；
- **风险提示：**宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给端压力持续增加。

图表 1: 分产品收入占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 分产品毛利率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 单季财务指标比较

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入 (百万)	17975.36	17050.94	21026.92	20425.17	19982.98	23497.68	25162.47	22535.65
营业成本 (百万)	16546.63	15053.50	17576.78	16747.87	16738.76	19418.22	20310.08	18848.21
销售费用 (百万)	213.70	231.28	272.99	291.68	275.47	387.75	397.44	389.70
管理费用 (百万)	359.67	378.71	513.16	645.11	545.32	348.01	1009.59	497.40
财务费用 (百万)	392.03	483.03	417.37	558.83	378.77	419.60	328.83	400.99
利润总额 (百万)	357.97	833.93	2128.67	2008.12	1914.01	2540.12	2877.42	1997.50
所得税费用 (百万)	4.16	1.63	2.79	23.85	18.37	174.91	285.12	251.33
净利润 (百万)	353.81	832.30	2125.88	1984.28	1895.63	2365.21	2592.31	1746.17
EPS	0.10	0.22	0.54	-0.86	0.51	0.63	0.67	0.44
毛利率	7.9%	11.7%	16.4%	18.0%	16.2%	17.4%	19.3%	16.4%
三项费用率	5.4%	6.4%	5.7%	7.3%	6.0%	4.9%	6.9%	5.7%
所得税率	1.2%	0.2%	0.1%	1.2%	1.0%	6.9%	9.9%	12.6%
净利润率	2.0%	4.9%	10.1%	9.7%	9.5%	10.1%	10.3%	7.7%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 年度吨钢盈利能力比较

	2014	2015	2016	2017	2018
钢材销量 (万吨)	1475	1429	1515	1656	1849
钢铁业营业收入 (百万)	52988	38316	44846	70044	86423
钢铁业营业成本 (百万)	48766	37404	41688	59494	70755
销售费用 (百万)	749	856	884	1011	1450
管理费用 (百万)	1515	1478	1360	1918	2747
财务费用 (百万)	1894	2761	2316	1884	1538
净利润 (百万)	147	-4019	-1553	5296	8604
EPS	0.02	-0.98	-0.35	1.37	2.25
吨钢售价 (元/吨)	3591	2681	2961	4230	4674
吨钢成本 (元/吨)	3305	2617	2752	3593	3827
吨钢毛利 (元/吨)	286	64	208	637	847
吨钢三项费用 (元/吨)	282	357	301	291	310
吨钢净利润 (元/吨)	10	-281	-103	320	465

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 财务预测

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	76,656	91,369	82,049	84,839	88,616
增长率	53.5%	19.2%	-10.2%	3.4%	4.5%
营业成本	-65,941	-75,285	-70,398	-72,537	-75,412
% 销售收入	86.0%	82.4%	85.8%	85.5%	85.1%
毛利	10,715	16,083	11,651	12,302	13,204
% 销售收入	14.0%	17.6%	14.2%	14.5%	14.9%
营业税金及附加	-568	-806	-730	-764	-806
% 销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-1,010	-1,450	-1,313	-1,366	-1,436
% 销售收入	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-1,897	-2,268	-2,133	-2,291	-2,410
% 销售收入	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	7,241	11,559	7,475	7,882	8,551
% 销售收入	9.4%	12.7%	9.1%	9.3%	9.7%
财务费用	-1,851	-1,538	-1,400	-1,300	-1,100
% 销售收入	2.4%	1.7%	1.7%	1.5%	1.2%
资产减值损失	160	211	216	199	205
公允价值变动收益	-28	-4	-295	74	49
投资收益	64	87	99	83	90
% 税前利润	1.1%	0.9%	1.6%	1.2%	1.2%
营业利润	5,560	10,209	6,030	6,889	7,741
营业利润率	7.3%	11.3%	7.4%	8.2%	8.8%
营业外收支	-26	-106	-65	-49	-54
税前利润	5,560	10,209	6,030	6,889	7,741
利润率	7.3%	11.2%	7.3%	8.1%	8.7%
所得税	-32	-731	-616	-1,103	-1,613
所得税率	0.6%	7.2%	10.2%	16.0%	20.8%
净利润	5,296	8,604	4,982	5,387	5,718
少数股东损益	1,175	1,824	996	1,077	1,144
归属于母公司的净利润	4,121	6,780	3,985	4,310	4,574
净利率	5.4%	7.4%	4.9%	5.1%	5.2%
现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	5,296	8,604	4,982	5,387	5,718
加: 折旧和摊销	2,806	3,013	1,919	1,759	1,536
资产减值准备	160	211	0	0	0
公允价值变动损失	28	4	-295	74	49
财务费用	1,906	1,715	1,400	1,300	1,100
投资收益	-64	-87	-99	-83	-90
少数股东损益	1,175	1,824	996	1,077	1,144
营运资金的变动	1,091	-1,981	3,013	-1,567	2,468
经营活动现金净流	4,214	14,402	10,919	6,871	10,782
固定资本投资	2,208	680	489	732	1,004
投资活动现金净流	-3,958	1,370	944	1,280	534
股利分配	0	0	-399	-862	-915
其他	336	-11,086	-11,976	-7,010	-1,497
筹资活动现金净流	336	-11,086	-12,375	-7,872	-2,411
现金净流量	592	4,685	-512	279	8,905
资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,789	8,717	8,205	8,484	17,389
应收款项	8,764	10,128	9,017	10,778	10,391
存货	7,761	7,435	6,644	8,669	7,251
其他流动资产	7,545	4,383	4,432	4,290	4,133
流动资产	29,859	30,663	28,299	32,221	39,164
% 总资产	39.8%	40.8%	40.1%	44.7%	51.2%
长期投资	345	342	418	468	509
固定资产	39,827	38,670	35,694	32,963	30,032
% 总资产	53.2%	51.4%	50.6%	45.7%	39.2%
无形资产	3,919	4,014	3,968	3,918	3,880
非流动资产	45,071	44,573	42,273	39,882	37,370
% 总资产	60.2%	59.2%	59.9%	55.3%	48.8%
资产总计	74,930	75,235	70,572	72,103	76,533
短期借款	23,053	12,653	5,194	58	0
应付款项	20,118	17,368	18,476	20,814	21,163
其他流动负债	4,749	8,109	7,927	6,929	7,655
流动负债	47,920	38,129	31,598	27,801	28,818
长期贷款	3,324	6,327	3,187	2,765	2,341
其他长期负债	9,105	4,539	4,986	6,210	5,245
负债	60,349	48,994	39,770	36,775	36,404
普通股股东权益	10,348	17,533	21,097	24,546	28,204
少数股东权益	4,233	8,709	9,705	10,782	11,926
负债股东权益合计	74,930	75,235	70,572	72,103	76,533
比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	1.37	2.25	0.94	1.02	1.08
每股净资产 (元)	3.43	5.81	5.00	5.81	6.68
每股经营现金净流 (元)	1.40	4.78	3.62	2.28	3.58
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.09	0.20	0.22
回报率					
净资产收益率	39.82%	38.67%	18.89%	17.56%	16.22%
总资产收益率	7.07%	11.44%	7.06%	7.47%	7.47%
投入资本收益率	21.45%	32.52%	17.69%	21.61%	22.66%
增长率					
营业总收入增长率	53.47%	19.19%	-10.20%	3.40%	4.45%
EBIT增长率	1089.23%	60.61%	-38.21%	11.00%	8.23%
净利润增长率	-490.55%	64.53%	-41.22%	8.14%	6.13%
总资产增长率	5.62%	0.41%	-6.20%	2.17%	6.14%
资产管理能力					
应收账款周转天数	12.7	12.1	15.0	15.5	16.0
存货周转天数	38.2	29.9	30.9	32.5	32.3
应付账款周转天数	25.3	22.5	23.0	25.0	26.0
固定资产周转天数	191.9	154.6	163.1	145.7	128.0
偿债能力					
净负债/股东权益	128.43%	46.53%	4.45%	-37.48%	-42.38%
EBIT利息保障倍数	3.8	7.4	5.0	6.0	7.7
资产负债率	80.54%	65.12%	56.35%	51.00%	47.57%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。