

钢铁

2019年04月29日

华菱钢铁 (000932)

——2019年一季报点评：费用率下降，公司盈利能力仍然较强

报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)
市场数据： 2019年04月26日

| | |
|-------------|-----------------|
| 收盘价(元) | 7.39 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.74/5.78 |
| 市净率 | 1.2 |
| 息率(分红/股价) | - |
| 流通A股市值(百万元) | 22283 |
| 上证指数/深证成指 | 3086.40/9780.82 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年03月31日

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元) | 6.17 |
| 资产负债率% | 62.51 |
| 总股本/流通A股(百万) | 3016/3015 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究
证券分析师

 姚洋 A0230518030001
 yaoyang@swsresearch.com

研究支持

 郗悦轩 A0230518120002
 liyx@swsresearch.com

联系人

 郗悦轩
 (8621)23297818×7425
 liyx@swsresearch.com

投资要点：2019 一季度公司实现营业总收入 236.98 亿元，同比增长 18.62%，环比增长 5.07%；实现归母净利润 10.92 亿元，同比下降 28.78%，环比下降 16.24%，符合我们预期，约合基本 EPS 0.36 元

- **行业景气下行，公司盈利能力仍然较强。**一季度公司实现铁、钢、材产量 426、520、493 万吨，分别同比增长 15.76%、16.07%、18.51%。2019 年 Q1 钢价下滑，同时由于巴西矿难影响，铁矿石价格上涨，行业盈利同环比均下滑明显。公司降本增效并提高高附加值品种钢占比，根据公司披露的经营数据，公司一季度实现吨钢毛利 616 元，吨钢净利 222 元，同比减少 20.95%和 20.92%，环比减少 39.90%和 19.63%，仍然保持较高的盈利水平。由于公司引入了六家债转股实施机构以 32.8 亿元增资“三钢”，并已发布草案拟实施重大资产重组，在重组完成前的过渡期内，公司在“三钢”持股比例阶段性有所下降。如果按照 2018 年同期公司持有“三钢”股权比例计算，公司吨钢净利达到 247 元。
- **财务费用降低，期间费用总体下降。**一季度“四费率”4.87%，较去年同期下降 1.14 个百分点，其中由于公司减少短期借款，导致利息支出同比减少，公司财务费用同比下降 39.31%，财务费用率同比下降 0.93 个百分点。**实际税率有所上升。**公司一季度实际税率 12.41%，而去年同期为 0.94%，主要是由于公司子公司华菱湘钢、华菱涟钢 2018 年一季度因以前年度亏损尚未弥补，不需要缴纳企业所得税，而今年一季度需要交纳。
- **市场化债转股+现金收购大股东优质资产避免每股盈利摊薄。**以 2018 年为基础模拟，预计“三钢”少数股东权益注入上市+阳春新钢 51%股权+华菱节能 100%股权将增厚公司业绩 30.76 亿，对应增发后股本 EPS 增厚 0.70，而当前上市公司 2018 年业绩对应增发后股本 EPS 为 1.55，合计 2.25，和增发前上市公司 EPS 持平。
- **维持盈利预测，维持“增持”评级。**“市场化债转股+钢铁资产整体上市”两步走将进一步降低公司财务风险，理顺公司治理，增厚公司业绩，看好公司长期发展。我们暂不考虑两步走对公司业绩的影响，考虑到当前行业盈利的趋弱，我们预计 2019-2021 归母净利润至 36.79/31.96/30.84 亿元，对应 EPS1.22/1.06/1.02，当前股价对应 PE 6/7/7 倍，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

| | 2018 | 2019Q1 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 91,179 | 23,698 | 81,149 | 77,092 | 73,237 |
| 同比增长率(%) | 19.2 | 18.6 | -11.2 | -5.0 | -5.0 |
| 净利润(百万元) | 6,780 | 1,092 | 3,679 | 3,196 | 3,084 |
| 同比增长率(%) | 64.5 | -28.8 | -45.7 | -13.1 | -3.5 |
| 每股收益(元/股) | 2.25 | 0.36 | 1.22 | 1.06 | 1.02 |
| 毛利率(%) | 17.4 | 12.8 | 13.7 | 12.8 | 12.8 |
| ROE(%) | 38.7 | 5.9 | 17.4 | 13.1 | 11.2 |
| 市盈率 | 3 | | 6 | 7 | 7 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|---------|----------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入 | 49,811 | 76,511 | 91,179 | 81,149 | 77,092 | 73,237 |
| 营业收入同比增长率 (yoy) | 20.30% | 53.60% | 19.17% | -11.20% | -5.00% | -5.00% |
| 减: 营业成本 | 46,468 | 65,941 | 75,285 | 70,015 | 67,214 | 63,854 |
| 毛利率 (%) | 6.71% | 13.82% | 17.43% | 13.70% | 12.80% | 12.80% |
| 减: 税金及附加 | 292 | 568 | 806 | 716 | 680 | 646 |
| 主营业务利润 | 3,052 | 10,002 | 15,088 | 10,418 | 9,198 | 8,737 |
| 主营业务利润率 (%) | 6.13% | 13.07% | 16.55% | 12.84% | 11.93% | 11.93% |
| 减: 销售费用 | 884 | 1,010 | 1,450 | 1,288 | 1,224 | 1,163 |
| 减: 管理费用 | 1,360 | 1,897 | 2,268 | 2,015 | 1,914 | 1,818 |
| 减: 财务费用 | 2,316 | 1,851 | 1,538 | 1,465 | 1,120 | 982 |
| 经营性利润 | -1,508 | 5,244 | 9,831 | 5,650 | 4,940 | 4,774 |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | -63.41% | -447.69% | 87.45% | -43.62% | -12.57% | -3.36% |
| 经营性利润率 (%) | -3.03% | 6.85% | 10.78% | 6.96% | 6.41% | 6.52% |
| 减: 资产减值损失 | 430 | 160 | 211 | 200 | 200 | 200 |
| 加: 投资收益及其他 | 57 | 64 | 87 | 64 | 64 | 64 |
| 营业利润 | -1,762 | 5,354 | 9,441 | 5,514 | 4,803 | 4,638 |
| 加: 营业外净收入 | 94 | -26 | -106 | -106 | -106 | -106 |
| 利润总额 | -1,668 | 5,329 | 9,335 | 5,408 | 4,697 | 4,532 |
| 减: 所得税 | -115 | 32 | 731 | 802 | 695 | 670 |
| 净利润 | -1,553 | 5,296 | 8,604 | 4,606 | 4,002 | 3,862 |
| 少数股东损益 | -498 | 1,175 | 1,824 | 928 | 806 | 778 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | -1,055 | 4,121 | 6,780 | 3,679 | 3,196 | 3,084 |
| 净利润同比增长率 (yoy) | -64.34% | -490.55% | 64.53% | -45.70% | -13.10% | -3.50% |
| 全面摊薄总股本 | 3,016 | 3,016 | 3,016 | 3,016 | 3,016 | 3,016 |
| 每股收益 (元) | -0.35 | 1.37 | 2.25 | 1.22 | 1.06 | 1.02 |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | -2.12% | 5.39% | 7.44% | - | - | - |
| ROE | -16.91% | 39.82% | 38.67% | 17.40% | 13.10% | 11.20% |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|---------------------|
| 华东 | 陈陶 | 021-23297221 | 13816876958 | chentao1@swyhsc.com |
| 华北 | 李丹 | 010-66500631 | 13681212498 | lidan4@swyhsc.com |
| 华南 | 谢文霓 | 021-23297211 | 18930809211 | xiewenni@swyhsc.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753 | 18321619247 | huxinwen@swyhsc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。