

华菱钢铁(000932)/钢铁

盈利同比降幅远优于行业

评级: 增持(维持)

市场价格: 4.15

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

分析师: 郭皓

执业证书编号: S1010518050001

电话: 021-20315128

Email: guohao@r.qlzq.com.cn

分析师: 曹云

执业证书编号: S0740519070006

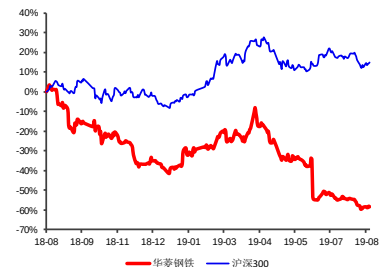
电话: 021-20315766

Email: caoyun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	42.22
流通股本(亿股)	42.21
市价(元)	4.15
市值(亿元)	175
流通市值(亿元)	175

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 二季度盈利环比提升
- 2 一季度盈利大幅好于行业表现
- 3 关注公司中长期蜕变

公司盈利预测及估值

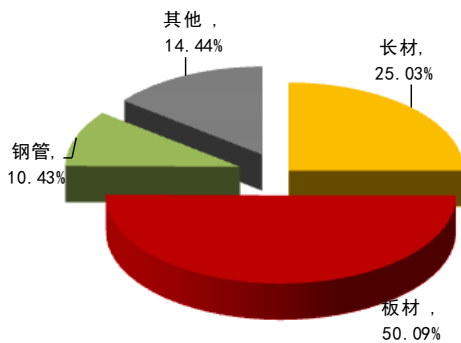
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	76,656.36	91,368.80	91,843.89	92,958.55	95,073.07
增长率 yoy%	53.47%	19.19%	0.52%	1.21%	2.27%
净利润	4,120.92	6,780.03	3,969.60	4,155.81	4,414.03
增长率 yoy%	490.55%	64.53%	-41.45%	4.69%	6.21%
每股收益(元)	0.98	1.61	0.94	0.98	1.05
每股现金流量	1.00	3.41	2.84	1.83	0.36
净资产收益率	39.82%	38.67%	19.76%	18.23%	17.20%
P/E	4.25	2.58	4.41	4.22	3.97
PEG	-6.61	-0.19	-0.02	-6.56	-0.29
P/B	1.69	1.00	0.87	0.77	0.68

备注:

投资要点

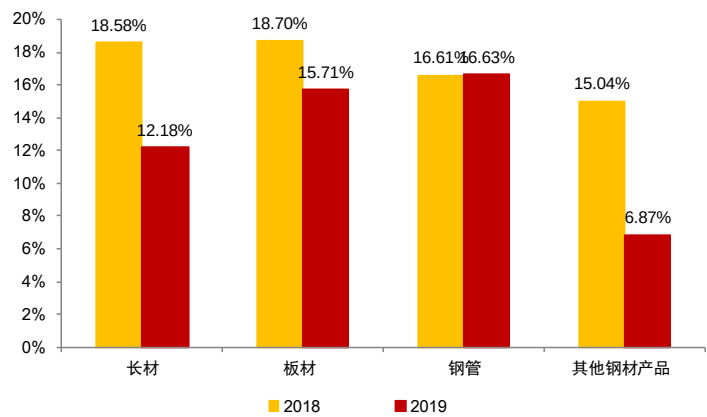
- **业绩概要:** 公司发布 2019 年半年报报告, 报告期内公司实现营业收入 483.37 亿元, 同比增 11.17%; 归属于上市公司股东净利润 22.37 亿元, 同比下滑 34.94%, 折合 EPS 为 0.53 元; 若剔除六家债转股实施机构阶段性持有“三钢”少数股权影响, 2019 年上半年实现归母净利 25.05 亿元, 同比下滑 27.16%;
- **吨钢数据:** 上半年公司铁、钢、材产量分别为 857 万吨、1050 万吨及 990 万吨, 同时钢材销量 1004 万吨, 同比增长 12.81%。结合半年报数据测算 2019 年上半年吨钢售价 4814 元、吨钢成本 4157 元、吨钢毛利 657 元, 同比分别变动-71 元、95 元和-166 元;
- **财务分析:** 公司 2019 年上半年综合毛利率 13.65%, 同比降 3.19%, 主要源于铁矿石价格上涨导致生产成本提升; 期间费用率 5.43%, 同比降 0.46%, 主要是由于公司主动归还部分贷款, 贷款利息减少使得财务费用同比大幅下滑 48.03%, 吨钢三费同比下降 26 元至 261 元; 净利率 6.84%, 同比降 2.96%, 吨钢净利 329 元, 同比降 149 元; 2019 年 6 月 30 日资产负债率为 60.40%, 较年初 4.72 个百分点。此外, 华菱湘钢、华菱涟钢及华菱钢管分别实现净利润 15.25 亿元、14.30 亿元及 3.45 亿元;
- **盈利同比降幅远优于行业:** 受行业景气度下行影响, 公司上半年净利润同比下滑 22.41%, 吨钢净利同比降 149 元, 远优于行业下滑水平, 根据我们测算, 2019 年上半年热轧、冷轧、螺纹钢及中厚板平均吨钢毛利分别下滑 500 元、553 元、257 元和 502 元, 降幅分别高达 58.72%、109.63%、31.74%及 66.42%。而具体到单季度盈利情况来看, 二季度净利润 17.39 亿元, 同比增 11.02%, 吨钢净利环比增 42 元至 350 元, 环比增幅相对一般主要源于一季度盈利表现超预期, 基数较高所致。整体而言, 公司上半年经营情况较好, 一是源于产品结构综合, 公司宽厚板、长材、冷热卷分布相对均衡, 另钢管占比约 8%, 多品种对应多下游, 其中工程机械及油气下游行业今年以来表现较好, 宽厚板及无缝钢管仍维持较高毛利率水平; 二是源于产品具有一定技术含量, 公司是全球最大的单体宽厚板生产企业, 国内第二的专业化无缝钢管供应商, 全球技术最先进的汽车板生产企业之一, 上半年汽车板公司实现净利润 7536 万元, 同比增 122.7%; 三是公司坚持精益生产, 挖潜增效增加自身安全边际;
- **市场化债转股+钢铁资产整体上市:** 根据最新公告, 公司拟以 4.58 元/股的价格向华菱集团、涟钢集团、衡钢集团、建信金融、中银金融、湖南华弘、中国华融、农银金融、招平穗达等 9 名交易对方共发行 19.07 亿股购买其合计持有的华菱湘钢 13.68%股权、华菱涟钢 44.17%股权、华菱钢管 43.42%股权, 同时公司拟以现金 17.31 亿元购买涟钢集团持有的华菱节能 100%股权。此次交易完成后, 不仅归属于上市公司股东的净利润将进一步增加, 还将有效减轻上市公司的财务负担并优化资本结构, 提升钢铁生产与节能发电之间的协同效应以及减少关联交易。目前以上关联交易事项的已获得证监会审核通过;
- **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。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.94 元、0.98 元、1.05 元 (未剔除“三钢”少数股权影响), 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: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 分产品毛利率情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 单季财务指标比较

	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入 (百万)	21026.92	20425.17	19982.98	23497.68	25162.47	22535.65	23698.33	24638.18
营业成本 (百万)	17576.78	16747.87	16738.76	19418.22	20310.08	18848.21	20659.12	21079.89
销售费用 (百万)	272.99	291.68	275.47	387.75	397.44	389.70	372.92	448.90
管理费用 (百万)	513.16	645.11	545.32	348.01	865.68	497.40	409.40	674.64
研发费用 (百万)				205.32	143.91	129.29	140.90	161.11
财务费用 (百万)	417.37	558.83	378.77	419.60	328.83	400.99	229.89	184.99
利润总额 (百万)	2128.67	2008.12	1914.01	2540.12	2877.42	1997.50	1789.19	1948.44
所得税费用 (百万)	2.79	23.85	18.37	174.91	285.12	251.33	222.42	209.06
净利润 (百万)	2125.88	1984.28	1895.63	2365.21	2592.31	1746.17	1566.77	1739.37
EPS	0.54	-0.86	0.51	0.63	0.67	0.44	0.26	0.27
毛利率	16.4%	18.0%	16.2%	17.4%	19.3%	16.4%	12.8%	14.4%
三项费用率	5.7%	7.3%	6.0%	4.9%	6.3%	5.7%	4.3%	5.3%
所得税率	0.1%	1.2%	1.0%	6.9%	9.9%	12.6%	12.4%	10.7%
净利润率	10.1%	9.7%	9.5%	10.1%	10.3%	7.7%	6.6%	7.1%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4：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	91,844	92,959	95,073
增长率	53.5%	19.2%	0.5%	1.2%	2.3%
营业成本	-65,941	-75,285	-79,766	-80,409	-81,573
% 销售收入	86.0%	82.4%	86.9%	86.5%	85.8%
毛利	10,715	16,083	12,077	12,549	13,500
% 销售收入	14.0%	17.6%	13.2%	13.5%	14.2%
营业税金及附加	-568	-806	-781	-799	-827
% 销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-1,010	-1,450	-1,424	-1,450	-1,502
% 销售收入	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-1,897	-2,268	-2,296	-2,324	-2,424
% 销售收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	7,241	11,559	7,577	7,976	8,747
% 销售收入	9.4%	12.7%	8.3%	8.6%	9.2%
财务费用	-1,851	-1,538	-1,494	-1,627	-1,553
% 销售收入	2.4%	1.7%	1.6%	1.8%	1.6%
资产减值损失	160	211	186	199	205
公允价值变动收益	-28	-4	-295	74	49
投资收益	64	87	102	84	91
% 税前利润	1.1%	0.9%	1.7%	1.3%	1.2%
营业利润	5,586	10,316	6,075	6,706	7,539
营业利润率	7.3%	11.3%	6.6%	7.2%	7.9%
营业外收支	-26	-106	-65	-49	-54
税前利润	5,560	10,209	6,010	6,657	7,485
利润率	7.3%	11.2%	6.5%	7.2%	7.9%
所得税	-32	-731	-677	-1,064	-1,556
所得税率	0.6%	7.2%	11.3%	16.0%	20.8%
净利润	5,296	8,604	4,962	5,195	5,518
少数股东损益	1,175	1,824	992	1,039	1,104
归属于母公司的净利润	4,121	6,780	3,970	4,156	4,414
净利率	5.4%	7.4%	4.3%	4.5%	4.6%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	5,296	8,604	4,962	5,195	5,518
加: 折旧和摊销	2,806	3,013	1,921	1,764	1,543
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	1,494	1,627	1,553
投资收益	-64	-87	-102	-84	-91
少数股东损益	1,175	1,824	992	1,039	1,104
营运资金的变动	1,091	-1,981	4,010	-840	-7,063
经营活动现金净流	4,214	14,402	11,990	7,736	1,509
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	896	1,165	411
股利分配	0	0	-1,389	-1,455	-1,545
其他	336	-11,086	-11,029	-7,334	-2,065
筹资活动现金净流	336	-11,086	-12,419	-8,789	-3,610
现金流量	592	4,685	468	111	-1,690

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,789	8,717	9,184	9,296	7,606
应收款项	8,764	10,128	10,282	11,925	14,485
存货	7,761	7,435	8,518	9,351	11,042
其他流动资产	7,545	4,383	4,523	4,488	4,468
流动资产	29,859	30,663	32,507	35,059	37,601
% 总资产	39.8%	40.8%	43.4%	46.7%	50.0%
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%	47.7%	43.9%	39.9%
无形资产	3,919	4,014	4,017	4,078	4,158
非流动资产	45,071	44,573	42,322	40,042	37,647
% 总资产	60.2%	59.2%	56.6%	53.3%	50.0%
资产总计	74,930	75,235	74,829	75,101	75,248
短期借款	23,053	12,653	6,235	1,102	928
应付款项	20,118	17,368	22,703	24,564	21,576
其他流动负债	4,749	8,109	7,927	6,929	7,655
流动负债	47,920	38,129	36,866	32,594	30,159
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	45,038	41,569	37,745
普通股股东权益	10,348	17,533	20,090	22,792	25,660
少数股东权益	4,233	8,709	9,701	10,740	11,843
负债股东权益合计	74,930	75,235	74,829	75,101	75,248

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.98	1.61	0.94	0.98	1.05
每股净资产 (元)	2.45	4.15	4.76	5.40	6.08
每股经营现金净流 (元)	1.00	3.41	2.84	1.83	0.36
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.33	0.34	0.37
回报率					
净资产收益率	39.82%	38.67%	19.76%	18.23%	17.20%
总资产收益率	7.07%	11.44%	6.63%	6.92%	7.33%
投入资本收益率	21.45%	32.52%	17.83%	22.58%	24.50%
增长率					
营业总收入增长率	53.47%	19.19%	0.52%	1.21%	2.27%
EBIT 增长率	1089.23%	60.61%	-37.03%	10.24%	9.41%
净利润增长率	490.55%	64.53%	-41.45%	4.69%	6.21%
总资产增长率	5.62%	0.41%	-0.54%	0.36%	0.20%
资产管理能力					
应收账款周转天数	12.7	12.1	14.0	16.0	20.0
存货周转天数	38.2	29.9	31.3	34.6	38.6
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	145.7	132.9	119.3
偿债能力					
净负债/股东权益	128.43%	42.80%	5.37%	-7.20%	-0.20%
EBIT 利息保障倍数	3.8	7.4	4.8	4.9	5.6
资产负债率	80.54%	65.12%	60.19%	55.35%	50.16%

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。