

华菱钢铁（000932）：盈利韧性优于同行，关注钢铁资产整体上市

——华菱钢铁（000932）半年度业绩点评

2019年08月20日

强烈推荐/维持

华菱钢铁 公司报告

报告摘要：

- **事件：**公司发布 2019 年 H1 业绩，报告期内公司实现营业总收入 484.41 亿元，同比增长 11.19%，实现归属于上市公司股东的净利润 22.37 亿元，同比下降 34.94%。
- **产销量创历史新高，人均吨钢产量跻身先进水平。**公司强化精细化操作，铁前、钢后协同效应释放，上半年钢材产量同比增长 12.45%，达到 989.6 万吨。截至 2019 年 6 月末华菱湘钢、华菱涟钢劳动生产率分别为 1,160 吨/人年、1,158 吨/人年，较年初分别提高 5%、8%。2018 年各上市钢企的人均吨钢产量算数平均值为 767.4 吨/人年，公司已居行业先进水平。
- **成本削减力度可观，盈利韧性优于同行。**报告期内，公司持续对标挖潜降成本，喷煤比、高炉利用系数、铁水单耗等主要经济技术指标同比进步明显，在产量同比增长 12.45%和铁矿石价格大涨的背景下，营业成本仅提高 15.44%。公司实现利润总额 37.38 亿元，同比下降 16.09%；归属于上市公司股东的净利润 22.37 亿元，同比下降 34.94%，其下降幅度大于公司利润总额下降幅度，主要原因有：一是由于公司核心子公司 2018 年半年度因以前年度亏损尚未弥补，不需要缴纳企业所得税，而今年已按规定缴纳，此项影响 2019H1 利润 2.38 亿；二是公司引入了六家债转股实施机构以 32.8 亿元增资“三钢”，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。
- **区域内供需结构健康，核心产品维持高毛利率。**公司地处我国中南地区，湖南省内每年实际钢材产量基本稳定在 2000 万吨左右，而钢材消费总量在 2800 万吨以上，属于钢材净流入省份。随着中部崛起、长江经济带、“一带一路”等国家战略的深入推进，湖南及周边地区特别是广东、湖北、重庆等地工程机械、汽车、装备制造等制造业发展迅速，钢材需求旺盛并持续增长。报告期内，公司的宽厚板、热轧品种钢、无缝钢管仍维持较高毛利率水平；汽车板公司上半年实现净利润 7,536 万元，与 2018 年全年度盈利相比逆势增长 122.70%；2019H1 实现吨钢归母净利润约 226 元。
- **由于板材占比较高，二季度业绩环比略逊于长材企业。**第二季度公司实现归母净利润 12.02 亿元，环比提高 1 亿元，估算吨钢净利润改善仅 20 元/吨，改善程度较已公告中报业绩的长材企业弱，主要原因是公司以板材为主要产品，而 2 季度板材的销售均价环比改善弱于螺纹钢等长材，如螺纹钢、热轧、中板、冷轧产品的 2 季度均价分别为 4242、4185、4166 和 4321 元/吨，环比 1 季度分别提高 237、185、169 和 105 元/吨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	76,656	91,369	97,737	94,876	97,504
增长率（%）	53.5%	19.2%	7.0%	-2.9%	2.8%
净利润（百万元）	5,329	8,604	7,046	7,161	7,431
增长率（%）	-443.1%	61.5%	-18.1%	1.6%	3.8%
净资产收益率（%）	39.8%	38.7%	18.0%	16.4%	15.6%
每股收益（元）	1.37	2.25	0.96	0.99	1.05
PE	3.1	1.9	4.4	4.2	4.0
PB	1.2	0.7	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司属于全国十大钢铁企业之一，经过多年发展，形成了板管棒线兼有、普特结合、专业化分工生产格局，拥有湘潭、娄底、衡阳三大生产基地。产品大类结构包括宽厚板、热轧卷板、冷轧卷板、线棒材、螺纹钢、无缝钢管，覆盖了能源、电力、船舶、海洋工程、工程机械、家电、汽车等下游行业。

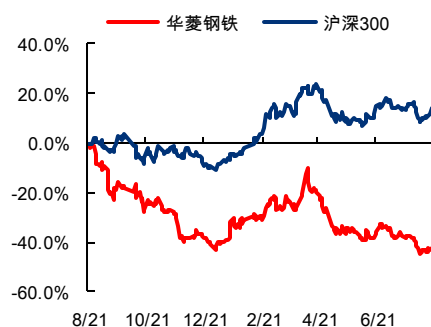
未来 3-6 个月重大事项提示：

2019-08-14 公司增发获发审委通过。

交易数据

52 周股价区间（元）	4.21-10.3
总市值（亿元）	177.74
流通市值（亿元）	177.73
总股本/流通 A 股（万股）	422191/422150
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.67

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：张清清

021-25102904

zhangqq@dxzq.net.cn

财务费用大幅下降，经营活动产生的现金流转负。截至报告期末的公司资产负债率为 60.40%，较年初降低 4.72 个百分点，资产负债率已回归合理水平。2019H1 公司的财务费用同比下降 48.03%，为公司带来 3.83 亿效益。报告期内公司经营活动产生的现金流转负，主要是由于财务公司归集的成员单位吸收存款同比大幅减少所致。

拟收购子公司股权，提升整体盈利能力。公司拟发行股份购买债转股实施机构及华菱集团持有的“三钢”少数股权，并以现金收购关联方华菱节能 100%股权。收购完成后，“三钢”和华菱节能成为公司全资子公司。9 名交易对方发行股份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，标的资产作价 104.66 亿元，增发股票价格为 4.58 元，即增发 22.85 亿股，增发完成后公司总股本为 65.07 亿股。2019 年 1-5 月华菱湘钢实现销量 402 万吨，实现净利润 12.5 亿元；华菱涟钢实现销量 381 万吨、实现净利润 12.4 亿元；华菱钢管实现销量 62.9 万吨、实现净利润 3.0 亿元；华菱节能实现净利润 0.86 亿元。重组完成后，“三钢”将成为公司的全资子公司，粗略估算归属于上市公司股东的年净利润将相应增加。同时为了填补增发摊薄的即期收益，公司已与湘钢集团签署《关于阳春新钢铁有限责任公司之收购框架协议》，拟以现金收购湘钢集团持有的阳春新钢控股权，2018 年阳春新钢实现销量 314 万吨、归母净利润 10.37 亿元。

制定利润分配政策，积极回报股东。公司制订了《未来三年（2019-2021 年度）股东回报规划》，明确“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。公司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%”。按市场一致性预期，目前公司 PE(TTM)和 2019 年化 PE 分别为 3.2、3.7，估值水平处在低位，高且稳定的分红比例可保证较高的股息率。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 977.37 亿元、948.76 亿元和 975.04 亿元；归母净利润分别为 40.46 亿元、41.61 亿元、44.30 亿元（上期值为 53.89、55.34 和 57.11 亿元，调低主要系铁矿价格上涨带来成本上升）；EPS 分别为 0.96 元、0.99 元和 1.05 元，对应 PE 为 4.4X、4.2X 和 4.0X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1、上游原料价格大幅上涨；2、供给侧改革不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产合计	29859	30663	37938	42346	52442	营业收入	76656	91369	97737	94876	97504	
货币资金	5789	8717	9928	15975	24522	营业成本	65941	75285	83965	81519	83777	
应收账款	2680	3213	3884	3475	3625	营业税金及附加	568	806	782	759	807	
其他应收款	140	109	116	113	116	营业费用	1010	1450	1564	1518	1560	
预付款项	1016	1256	2096	2911	3749	管理费用	1897	2268	2443	2372	2438	
存货	7761	7435	11188	9502	9734	财务费用	1851	1538	457	48	-56	
其他流动资产	1161	941	1259	1116	1247	资产减值损失	160	211	211	211	211	
非流动资产合计	45071	44573	41766	38845	35926	公允价值变动收益	-28	-4	-4	-4	-4	
长期股权投资	256	261	200	200	200	投资净收益	64	87	80	80	80	
固定资产	39827	38670	37292	34771	32249	营业利润	5354	9441	8391	8526	8843	
无形资产	3916	4004	3604	3203	2803	营业外收入	2	12	17	17	17	
其他非流动资产	2	1	200	200	200	营业外支出	27	118	118	118	118	
资产总计	74930	75235	79704	81191	88369	利润总额	5329	9335	8289	8425	8742	
流动负债合计	47920	38129	37272	33868	34942	所得税	32	731	1243	1264	1311	
短期借款	23053	12653	1018	0	0	净利润	5329	8604	7046	7161	7431	
应付账款	4515	4913	6524	5695	5918	少数股东损益	1175	1824	3000	3000	3000	
预收款项	3782	4001	4979	5927	6902	归属母公司净利润	4121	6780	4046	4161	4431	
一年内到期的非流动	1066	1436	1436	1436	1436	EBITDA	45440	51947	11769	11496	11709	
非流动负债合计	12429	10865	7256	7253	7255	EPS（元）	1.37	2.25	0.96	0.99	1.05	
长期借款	3324	6327	6327	6327	6327	主要财务比率						
应付债券	0	0	200	200	200		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
负债合计	60349	48994	44528	41121	42197	成长能力						
少数股东权益	4233	8709	11709	14709	17709	营业收入增长	53.47%	19.19%	6.97%	-2.93%	2.77%	
实收资本（或股本）	3016	3016	4222	4222	4222	营业利润增长	N/A	N/A	-11.13%	1.61%	3.72%	
资本公积	7027	7415	8293	8293	8293	归属于母公司净利	N/A	2.84%	-40.33%	2.84%	6.48%	
未分配利润	-551	6239	8464	10752	13189	获利能力						
归属母公司股东权益	10348	17533	22424	25336	28438	毛利率(%)	13.98%	17.60%	14.09%	14.08%	14.08%	
负债和所有者权益	74930	75235	78685	81191	88369	净利率(%)	6.95%	9.42%	7.21%	7.55%	7.62%	
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润（%）		5.50%	9.01%	5.08%	5.13%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE（%）	39.82%	38.67%	18.04%	16.42%	15.58%	
经营活动现金流	4214	14402	16359	8493	9947	偿债能力						
净利润	5329	8604	7046	7161	7431	资产负债率(%)	81%	65%	57%	51%	48%	
折旧摊销	38234	40968	2922	2922	2922	流动比率	0.62	0.80	1.02	1.25	1.50	
财务费用	1851	1538	457	48	-56	速动比率	0.46	0.61	0.72	0.97	1.22	
应付帐款的变化	0	0	-671	409	-150	营运能力						
预收帐款的变化	0	0	977	949	975	总资产周转率	1.05	1.22	1.27	1.19	1.15	
投资活动现金流	-3958	1370	-250	-136	-139	应收账款周转率	30	31	28	26	27	
公允价值变动收益	-28	-4	-4	-4	-4	应付账款周转率	16.51	19.38	17.09	15.53	16.79	
长期股权投资减少	0	0	73	-1	-4	每股指标（元）						
投资收益	64	87	80	80	80	每股收益(最新摊	1.37	2.25	0.96	0.99	1.05	
筹资活动现金流	336	-11086	-14897	-2310	-1262	每股净现金流(最新	0.20	1.55	0.29	1.43	2.02	
应付债券增加	0	0	200	0	0	每股净资产(最新摊	3.43	5.81	5.31	6.00	6.74	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	1206	0	0	P/E	3.06	1.86	4.36	4.24	3.98	
资本公积增加	0	388	878	0	0	P/B	1.22	0.72	0.79	0.70	0.62	
现金净增加额	592	4685	1211	6048	8546	EV/EBITDA	0.75	0.47	1.42	0.84	0.09	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	钢铁行业深度报告：只争朝夕——估值和成本视角下钢铁股短期博弈的投资价值分析	2019-02-21
行业	东兴证券钢铁行业 2019 年度投资策略报告：在不确定性中寻找确定性	2018-12-14
公司	华菱钢铁（000932）年报点评：产销盈利齐创新高 钢铁资产整体上市可期	2019-04-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018 年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018 年 5 月加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。