

华菱钢铁（000932）

低估值、高分红、高性价比优选标的

事件

公司于 2019 年 12 月 31 日发布公告，公司已完成对华菱湘钢、华菱涟钢、衡阳华菱钢管有限公司少数股权的收购。收购完成后，华菱湘钢、华菱涟钢成为公司的全资子公司，公司对其注资，注册资本分别增至 90 亿元、51.92 亿元。

公司低估值优势明显

2019 年 4 季度以来，受益于成本回调钢价上涨，行业利润持续回升，我们预计公司四季度业绩明显好于三季度，预计 2019 年 PE 仍处在 4 倍水平，属行业最低水平。展望 2020 年，公司品种优势、区位优势明显，盈利边际改善，估值优势更加明显。

公司明确现金分红

根据公司公告，完成三家核心子公司少数股权的收购后，将通过子公司向母公司分红来消除分红障碍。预计公司 2019 年度以现金方式分配的利润将“不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”，且“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%”。我们预计公司今年分红或将达到 15.1 亿元，按照 1 月 8 日收盘价计算，股息率为 5.2%。

核心品种基建、油气用钢需求明确边际向好

公司是国内体量最大宽厚板生产企业，产品广泛应用于基建、油气管道、工程机械等领域，是全球最大的单体宽厚板企业；也是国内第二专业无缝钢管生产企业，产品主要应用于油气开采。根据公司年报数据显示，公司无缝钢管营收占比达到约 10%，宽厚板板材营收占比约 25%。2020 年受益于基建托底，宽厚板需求旺盛，特别是油气管网公司成立及能源安全战略提升，直接利好宽厚板及油气开采用无缝钢管需求。华菱宽厚板成功用于已通气中俄东线天然气管道。

资产结构持续优化，具备进一步成长空间

公司于 2019 年收购阳春新钢，发行股份购买债转股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，实现钢铁资产整体上市。我们预计完成后粗钢年产量能够达到 2400 万吨左右，同比增幅在 20% 左右，是少有的产能规模具备增长空间标的。公司资产负债率 60%，持续盈利情况下仍将进一步降低资产负债率，提高抗风险能力。

投资评级

考虑到公司核心品种需求边际改善，资产结构可进一步优化，我们将公司 2019-2021 年 EPS（重组前口径）由 0.69 元/股、0.80 元/股、0.91 元/股调整为 1.11 元/股、1.20 元/股、1.33 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：上游原材料价格大幅波动、收购资产经营状况不及预期、政策变动及公司自身经营风险等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	76,656.36	91,368.80	105,074.12	111,378.56	115,833.71
增长率(%)	53.47	19.19	15.00	6.00	4.00
EBITDA(百万元)	9,922.60	14,443.92	9,070.41	9,650.95	10,304.27
净利润(百万元)	4,120.92	6,780.03	4,687.58	5,050.34	5,595.96
增长率(%)	(490.55)	64.53	(30.86)	7.74	10.80
EPS(元/股)	0.98	1.61	1.11	1.20	1.33
市盈率(P/E)	4.89	2.97	4.30	3.99	3.60
市净率(P/B)	1.95	1.15	0.94	0.81	0.72
市销率(P/S)	0.26	0.22	0.19	0.18	0.17
EV/EBITDA	4.56	2.51	1.24	2.72	0.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	钢铁/钢铁
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.77 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,221.91
流通 A 股股本(百万股)	4,221.50
A 股总市值(百万元)	20,138.51
流通 A 股市值(百万元)	20,136.54
每股净资产(元)	4.92
资产负债率(%)	59.96
一年内最高/最低(元)	9.35/3.94

作者

马金龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519030001
majinlong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《华菱钢铁-季报点评:品种优势对冲成本上涨 三季度业绩相对出色》 2019-11-01
- 2 《华菱钢铁-公司点评:战略布局潜力市场 主业资产整体上市》 2019-09-07
- 3 《华菱钢铁-公司点评:二季度环比盈利有所改善 后期有望企稳回升》 2019-07-15



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,789.10	8,716.55	34,403.05	20,106.14	47,221.25
应收票据及应收账款	8,624.63	10,019.02	9,751.56	4,826.35	10,334.68
预付账款	1,016.26	1,256.26	1,736.21	1,325.60	1,857.49
存货	7,760.81	7,435.33	17,364.29	6,137.32	20,605.68
其他	2,709.81	2,440.06	2,727.57	2,494.78	2,741.71
流动资产合计	25,900.60	29,867.22	65,982.69	34,890.18	82,760.80
长期股权投资	255.91	261.04	261.04	261.04	261.04
固定资产	39,827.21	38,670.01	37,136.15	35,425.60	33,596.05
在建工程	666.82	1,143.93	722.36	481.41	318.85
无形资产	3,919.34	4,014.03	3,898.67	3,783.30	3,667.94
其他	401.36	483.62	429.17	435.42	449.40
非流动资产合计	45,070.64	44,572.64	42,447.38	40,386.78	38,293.29
资产总计	74,929.82	75,235.46	110,335.52	77,496.84	122,694.40
短期借款	23,052.84	12,652.54	13,000.00	13,000.00	13,210.00
应付票据及应付账款	13,664.04	10,237.72	38,101.30	5,024.64	38,425.22
其他	11,203.48	15,238.85	18,507.69	12,978.48	20,812.48
流动负债合计	47,920.36	38,129.11	69,608.99	31,003.11	72,447.70
长期借款	3,324.00	6,326.55	4,010.00	3,800.00	3,800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9,104.63	4,538.65	4,985.63	6,209.64	5,244.64
非流动负债合计	12,428.63	10,865.20	8,995.63	10,009.64	9,044.64
负债合计	60,348.99	48,994.31	78,604.62	41,012.75	81,492.34
少数股东权益	4,232.93	8,708.52	10,204.60	11,675.06	13,315.26
股本	3,015.65	3,015.65	4,221.91	4,221.91	4,221.91
资本公积	7,027.43	7,414.97	7,414.97	7,414.97	7,414.97
留存收益	7,314.63	14,491.85	17,304.39	20,587.11	23,664.89
其他	(7,009.82)	(7,389.85)	(7,414.97)	(7,414.97)	(7,414.97)
股东权益合计	14,580.83	26,241.14	31,730.90	36,484.09	41,202.06
负债和股东权益总	74,929.82	75,235.46	110,335.52	77,496.84	122,694.40

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	5,296.26	8,603.72	4,687.58	5,050.34	5,595.96
折旧摊销	2,805.86	3,013.30	2,130.80	2,146.85	2,157.48
财务费用	1,906.13	1,714.78	703.46	452.94	262.57
投资损失	(63.73)	(86.83)	(69.24)	(69.24)	(69.24)
营运资金变动	1,104.35	(1,974.64)	20,872.46	(20,370.65)	19,462.98
其它	(6,834.92)	3,131.36	1,279.52	1,569.38	1,726.57
经营活动现金流	4,213.96	14,401.70	29,604.58	(11,220.38)	29,136.31
资本支出	(7,132.56)	6,999.02	(386.98)	(1,144.01)	1,015.00
长期投资	55.48	5.13	0.00	0.00	0.00
其他	3,118.93	(5,634.51)	(123.04)	670.83	(514.38)
投资活动现金流	(3,958.16)	1,369.64	(510.02)	(473.17)	500.61
债权融资	27,443.18	20,414.81	18,482.85	18,124.97	18,421.18
股权融资	(1,796.90)	(1,076.25)	544.27	(386.34)	(195.96)
其他	(25,310.18)	(30,424.85)	(22,435.18)	(20,341.99)	(20,747.03)
筹资活动现金流	336.10	(11,086.30)	(3,408.06)	(2,603.36)	(2,521.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	591.89	4,685.04	25,686.50	(14,296.92)	27,115.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	76,656.36	91,368.80	105,074.12	111,378.56	115,833.71
营业成本	65,941.02	75,285.47	92,465.22	98,347.27	101,933.66
营业税金及附加	568.37	805.75	773.39	668.27	706.59
营业费用	1,009.65	1,450.36	1,859.94	2,227.57	2,502.01
管理费用	1,692.60	2,268.33	1,492.05	1,447.92	1,274.17
研发费用	204.10	478.52	1,050.74	1,113.79	1,158.34
财务费用	1,851.25	1,537.90	703.46	452.94	262.57
资产减值损失	160.06	211.48	267.12	212.89	230.49
公允价值变动收益	(27.54)	(3.61)	(295.29)	74.00	49.10
投资净收益	63.73	86.83	69.24	69.24	69.24
其他	(161.30)	(193.45)	452.10	(286.49)	(236.69)
营业利润	5,354.41	9,441.21	6,236.14	7,051.16	7,884.23
营业外收入	1.66	12.11	97.02	77.58	44.99
营业外支出	27.38	118.40	29.80	13.82	23.31
利润总额	5,328.69	9,334.92	6,303.36	7,114.92	7,905.91
所得税	32.43	731.20	40.97	569.19	632.47
净利润	5,296.26	8,603.72	6,262.39	6,545.73	7,273.44
少数股东损益	1,175.34	1,823.69	1,574.82	1,495.39	1,677.47
归属于母公司净利润	4,120.92	6,780.03	4,687.58	5,050.34	5,595.96
每股收益（元）	0.98	1.61	1.11	1.20	1.33

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	53.47%	19.19%	15.00%	6.00%	4.00%
营业利润	-403.82%	76.33%	-33.95%	13.07%	11.81%
归属于母公司净利润	-490.55%	64.53%	-30.86%	7.74%	10.80%
获利能力					
毛利率	13.98%	17.60%	12.00%	11.70%	12.00%
净利率	5.38%	7.42%	4.46%	4.53%	4.83%
ROE	39.82%	38.67%	21.78%	20.36%	20.07%
ROIC	21.45%	32.52%	19.40%	54.61%	24.23%
偿债能力					
资产负债率	80.54%	65.12%	71.24%	52.92%	66.42%
净负债率	148.51%	44.58%	-50.17%	-5.43%	-69.90%
流动比率	0.62	0.80	0.98	1.20	1.16
速动比率	0.46	0.61	0.73	1.00	0.88
营运能力					
应收账款周转率	11.97	9.80	10.63	15.28	15.28
存货周转率	9.42	12.03	8.47	9.48	8.66
总资产周转率	1.05	1.22	1.13	1.19	1.16
每股指标（元）					
每股收益	0.98	1.61	1.11	1.20	1.33
每股经营现金流	1.00	3.41	7.01	-2.66	6.90
每股净资产	2.45	4.15	5.10	5.88	6.61
估值比率					
市盈率	4.89	2.97	4.30	3.99	3.60
市净率	1.95	1.15	0.94	0.81	0.72
EV/EBITDA	4.56	2.51	1.24	2.72	0.16
EV/EBIT	6.35	3.17	1.62	3.50	0.20

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com