

证券研究报告—动态报告

黑色金属

钢铁 II

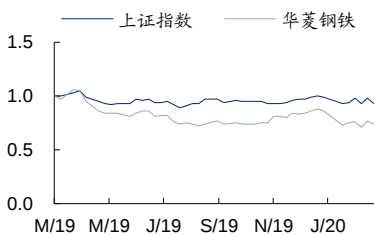
华菱钢铁(000932)
增持

2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 20 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	6,129/4,222
总市值/流通(百万元)	24,578/16,929
上证综指/深圳成指	2,702/10,020
12 个月最高/最低(元)	9.35/3.92

相关研究报告:

《华菱钢铁-000932-2018 年半年报点评: 量价齐升, 单季盈利创新高》——2018-08-27
 《*ST 华菱-000932-2017 年年报点评: 降本增效, 盈利再创新高》——2018-02-13
 《*ST 华菱-000932-重大事件快评: 扭亏为盈, 创上市以来最优业绩》——2018-01-31
 《*ST 华菱-000932-2017 年三季报点评: 盈利再创新高》——2017-10-24
 《*ST 华菱-000932-重大事件快评: 量价齐增, 三季度盈利再创新高》——2017-10-11

证券分析师: 冯思宇

电话:
 E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519070001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

区域龙头优势明显, 运营效率持续提升
● 行业震荡, 盈利下滑

受到铁矿石价格大幅上涨以及钢材价格下滑的不利影响, 公司盈利有所下滑。2019 年, 公司实现营业收入 1071 亿元, 同比上涨 5.8%; 归属于上市公司股东的净利润 44 亿元, 同比下降 40.5%。此外, 公司计划实施现金分红, 向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元 (含税)。

● 钢铁资产整体上市, 粗钢产量突破 2400 万吨

2019 年, 公司发行股份购买实施机构及华菱集团持有的“三钢”少数股权, 随后子公司华菱湘钢以现金收购阳春新钢 51% 股权。交易完成后, 华菱集团钢铁资产实现了整体上市。四季度, 公司安排一座高炉大修, 对产量造成一定影响, 但在公司精益生产体系的构建下, 全年铁、钢、材产量均有所突破, 完成钢材产量 2288 万吨, 同比增长 6.32%。

● 板材、长材优势保持, 钢管业务高速发展

公司产品种类齐全, 下游行业覆盖面均衡, 产品品种结构不断向中高端提升。2019 年实现重点品种钢销量 882 万吨, 同比增长 10.25%, 各产品毛利保持较高水平。

● 成本管控优秀, 运营效率提升

公司持续降本增效, 提升企业运营效率。2019 年末, 华菱湘钢、华菱涟钢劳动生产率分别达到 1204、1200 吨/人年。同时, 公司积极拓展融资渠道, 降低融资成本。2019 年末公司资产负债率较 2018 年末降低 4.34 个百分点; 2019 年财务费用同比降低 43.87%。

● 风险提示: 钢材消费大幅下滑; 行业供给大幅增加。
● 投资建议: 维持“增持”评级

公司作为中南地区龙头钢铁企业, 重组后规模优势更为突出, 高端产品行业领先, 运营效率持续提升, 盈利能力不断改善。预计公司 2020-2022 年收入 1080.9/1098.8/1111.2 亿元, 同比增速 0.7/1.6/1.1%, 归母净利润 47.6/53.5/59.3 亿元, 同比增速 8.4/12.5/10.8%; 摊薄 EPS 为 0.78/0.87/0.97 元, 当前股价对应 PE 为 5.4/4.8/4.3x。公司估值存在修复空间, 维持“增持”评级。

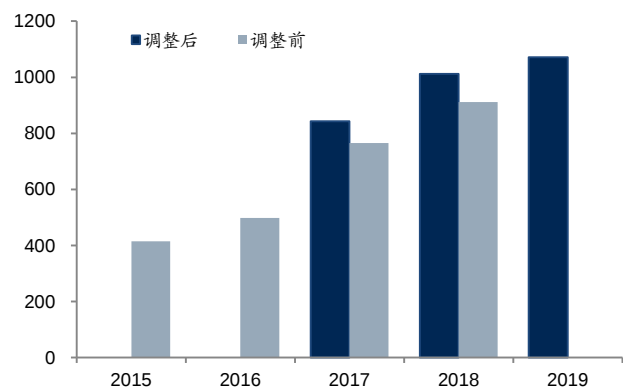
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	107,322	108,094	109,876	111,116
(+/-%)	5.84%	0.72%	1.65%	1.13%
净利润(百万元)	4391.40	4759.03	5352.20	5929.91
(+/-%)	-40.48%	8.37%	12.46%	10.79%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.78	0.87	0.97
EBIT Margin	9.19%	6.53%	6.65%	6.88%
净资产收益率(ROE)	15.56%	15.08%	15.16%	15.03%
市盈率(PE)	5.85	5.40	4.80	4.33
EV/EBITDA	5.70	7.01	6.31	6.08
市净率(PB)	0.91	0.81	0.73	0.65

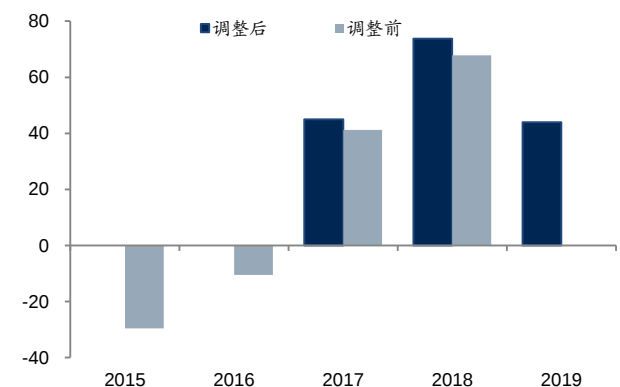
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

行业震荡，盈利下滑。受到铁矿石价格大幅上涨以及钢材价格下滑的不利影响，公司盈利有所下滑。2019年，公司实现营业收入1071.16亿元，同比上涨5.84%；归属于上市公司股东的净利润43.91亿元，同比下降40.48%。此外，公司计划实施现金分红，向全体股东每10股派发现金红利2.5元（含税）。

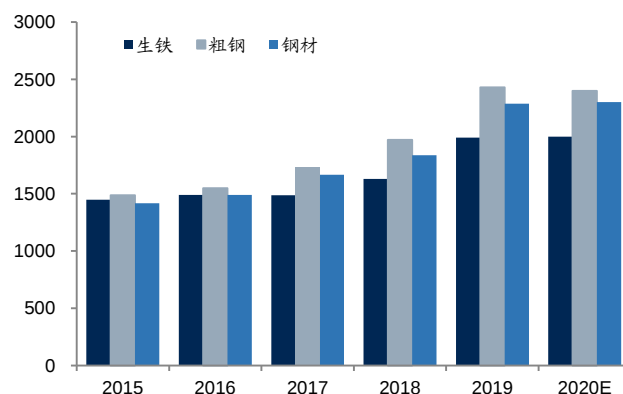
图 1：公司营业收入（亿元）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

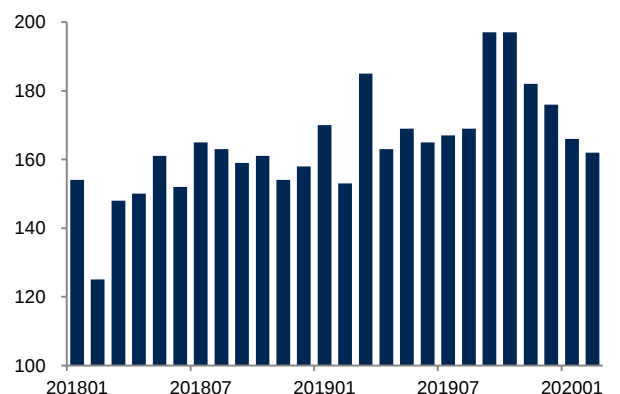
图 2：公司归母净利润（亿元）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

钢铁资产整体上市，粗钢产量突破 2400 万吨。2019 年，公司发行股份购买实施机构及华菱集团持有的“三钢”（华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管）少数股权，并以现金收购关联方华菱节能 100% 股权，随后子公司华菱湘钢以现金收购阳春新钢 51% 股权。交易完成后，华菱集团钢铁资产实现了整体上市。四季度，公司安排一座 2580m³ 高炉大修，对产量造成一定影响，但在公司持续构建精益生产体系的背景下，全年铁、钢、材产量均有所突破，2019 年完成钢材产量 2288 万吨、销量 2318 万吨，分别同比增长 6.32%、7.44%。

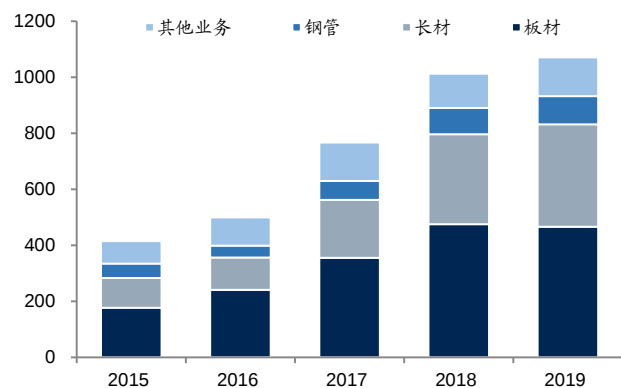
图 3：公司生铁、粗钢、钢材产量（万吨）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司月度钢材销量（万吨）

 资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
 备注：2019 年 9 月后数据包括阳春新钢

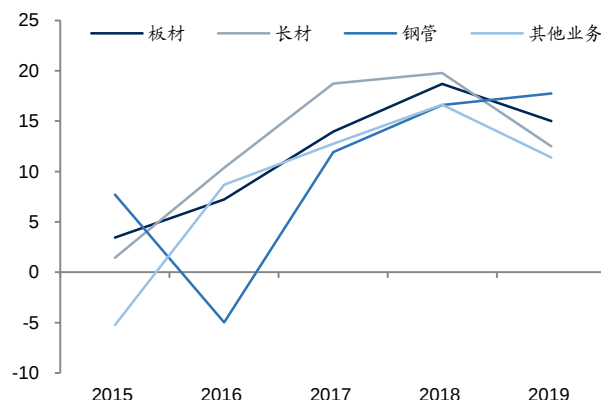
板材、长材优势保持，钢管业务高速发展。公司产品种类齐全，产品以板材、长材为主，下游行业覆盖面均衡。产品品种结构不断向中高端提升，2019 年实现重点品种钢销量 882 万吨，同比增长 10.25%，品种钢占比由 2018 年的 42% 提高到 45%。在铁矿石价格大幅上涨的背景下，各产品毛利保持较高水平，板材、长材、管材毛利率分别为 15.00%、12.51%、17.76%，较 2018 年分别降低 3.70、降低 7.27、增长 1.15 个百分点。

图 5: 营业收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

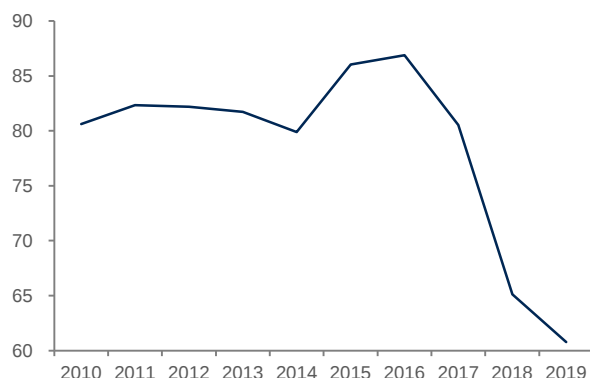
图 6: 不同钢材品种销售毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

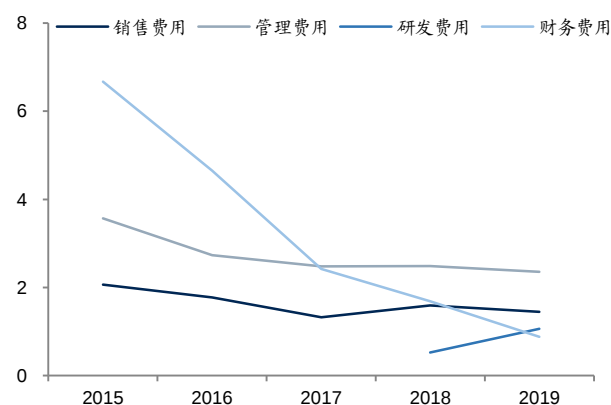
成本管控优秀, 运营效率提升。公司持续降本增效, 加大智能制造和信息化改造力度, 提升企业运营效率。2019 年末, 华菱湘钢、华菱涟钢劳动生产率分别达到 1204、1200 吨/人年。同时, 公司积极拓展融资渠道, 降低融资成本, 改善资产负债结构。2019 年末公司资产负债率为 60.78%, 较 2018 年末降低 4.34 个百分点; 2019 年财务费用 9.42 亿元, 同比降低 43.87%。

图 7: 公司资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司三费占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“增持”评级。公司作为中南地区龙头钢铁企业, 重组后规模优势更为突出, 高端产品行业领先, 运营效率持续提升, 盈利能力不断改善。预计公司 2020-2022 年收入 1080.9/1098.8/1111.2 亿元, 同比增速 0.7/1.6/1.1%, 归母净利润 47.6/53.5/59.3 亿元, 同比增速 8.4/12.5/10.8%; 摊薄 EPS 为 0.78/0.87/0.97 元, 当前股价对应 PE 为 5.4/4.8/4.3x。公司估值存在修复空间, 维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 200319	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
000932	华菱钢铁	4.01	245.78	2.25	0.72	0.78	0.87	1.78	5.57	5.14	4.61	38.7	-0.08	增持
600782	新钢股份	4.11	131.06	1.85	1.16	1.35	1.51	2.22	3.54	3.04	2.72	31.1	-0.09	增持
600282	南钢股份	3.11	137.76	0.91	0.7	0.85	0.98	3.42	4.44	3.66	3.17	26.1	-0.19	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	6685	8784	10192	17006	营业收入	107322	108094	109876	111116
应收款项	4195	4442	4515	4566	营业成本	92636	95287	96725	97560
存货净额	8497	10193	10335	10419	营业税金及附加	757	865	879	889
其他流动资产	10459	8648	8790	8889	销售费用	1551	1513	1538	1556
流动资产合计	32747	34979	36745	43793	管理费用	2519	3373	3427	3464
固定资产	44964	42496	39900	37264	财务费用	942	1315	870	567
无形资产及其他	4568	4437	4307	4176	投资收益	54	68	68	68
投资性房地产	360	360	360	360	资产减值及公允价值变动	14	(130)	(110)	(75)
长期股权投资	289	299	309	319	其他收入	(1095)	0	0	0
资产总计	82928	82572	81620	85912	营业利润	7889	5679	6396	7073
短期借款及交易性金融负债	20019	15000	10000	10000	营业外净收支	(110)	(81)	(99)	(96)
应付款项	12317	12742	12919	13024	利润总额	7780	5599	6297	6976
其他流动负债	15019	16026	16250	16385	所得税费用	1128	840	945	1046
流动负债合计	47355	43767	39169	39410	少数股东损益	2260	0	0	0
长期借款及应付债券	2023	2023	2023	2023	归属于母公司净利润	4391	4759	5352	5930
其他长期负债	1023	923	823	723					
长期负债合计	3045	2945	2845	2745	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	50400	46712	42015	42155	净利润	4391	4759	5352	5930
少数股东权益	4308	4308	4308	4308	资产减值准备	(21)	0	(9)	(11)
股东权益	28220	31551	35298	39449	折旧摊销	3479	3268	3426	3502
负债和股东权益总计	82928	82572	81620	85912	公允价值变动损失	(14)	130	110	75
					财务费用	942	1315	870	567
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	(3238)	1199	(65)	(105)
每股收益	0.72	0.78	0.87	0.97	其它	502	(0)	9	11
每股红利	0.56	0.23	0.26	0.29	经营活动现金流	5100	9356	8824	9402
每股净资产	4.60	5.15	5.76	6.44	资本开支	(8491)	(800)	(800)	(800)
ROIC	18%	13%	15%	17%	其它投资现金流	(986)	0	0	0
ROE	16%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(9505)	(810)	(810)	(810)
毛利率	14%	12%	12%	12%	权益性融资	549	0	0	0
EBIT Margin	9%	7%	7%	7%	负债净变化	(4304)	0	0	0
EBITDA Margin	12%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(3457)	(1428)	(1606)	(1779)
收入增长	17%	1%	2%	1%	其它融资现金流	17346	(5019)	(5000)	0
净利润增长率	-35%	8%	12%	11%	融资活动现金流	2373	(6446)	(6606)	(1779)
资产负债率	66%	62%	57%	54%	现金净变动	(2032)	2099	1408	6813
息率	13.5%	5.6%	6.3%	6.9%	货币资金的期初余额	8717	6685	8784	10192
P/E	5.8	5.4	4.8	4.3	货币资金的期末余额	6685	8784	10192	17006
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	企业自由现金流	179	9664	8773	9097
EV/EBITDA	5.7	7.0	6.3	6.1	权益自由现金流	13221	3528	3033	8615

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032