

华菱钢铁 (000932)

证券研究报告

2020 年 03 月 22 日

主业资产全部上市 后期受益基建投资

事件

3 月 19 日, 公司发布 2019 年年度报告: 2019 年公司实现归母净利润 43.91 亿元, 同比减少 40.48%; 四季度归母净利润 9.98 亿元, 环比小幅下降 0.20%; 报告期内实现基本每股收益 1.0401 元/股, 上年为 1.7475 元/股。公司计划以 2020 年 2 月 29 日总股本 61.29 亿为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元 (含税), 按照 3 月 18 日收盘价进行计算, 股息率为 6.1%。

全年业绩下滑符合预期 核心品种仍维持高毛利率水平

2019 年, 供给释放导致钢铁行业产量增加, 钢价承压, 以长沙地区螺纹钢 HRB400:20mm 及普碳中板 20mm 为例, 公司主营的板材及长材销售均价分别同比下滑 5.7%、8.1%。另一方面, 公司主营产品仍然持续销售旺盛, 2019 年钢铁产品实现销售量 2318.1 万吨, 同比增长 7.44%, 导致公司同比营收仍然出现小幅增长 5.84%。但由于 2019 年初的淡水河谷溃坝大幅推高了铁矿石的市场价格, 导致钢铁行业盈利水平出现明显回落。报告期内公司实现归母净利润 43.91 亿元, 同比下滑 40.48%, 较为符合行业变化。但分品种来看, 公司板材及钢管产品仍维持 15.00%、17.76% 的较高毛利率水平, 同比分别降低 3.70 个百分点、增长 1.15 个百分点。

钢铁资产实现整体上市 资产结构得到优化

2018 年 12 月, 公司公告称拟以发行股份方式分别购买华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管 (以下简称“三钢”) 13.68%、44.17% 和 43.42% 股权, 同时以现金支付方式购买华菱节能 100% 股权。并在收购完成后分别以现金对华菱湘钢、华菱涟钢进行增资。2019 年 9 月, 公司子公司华菱湘钢以现金支付方式购买阳春新钢 51% 股权作为前期收购“三钢”的补充。2020 年 2 月 7 日, 公司完成对“三钢”和华菱节能的收购。截至目前, 公司分别持有公司持有华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管 100% 股权, 华菱涟钢持有华菱节能 100% 股权, 实现了钢铁资产的整体上市。2019 年公司资产总额由上年的 752.35 亿元扩大至 829.28 亿元, 报告期资产负债率 60.78%, 同比下降 4.34 个百分点。

疫情受控下随着需求端加速复苏 公司或将全面受益

受疫情影响, 下游开工率不足, 钢贸商采购意愿下滑, 公司产品库存增加, 2020 年 2 月累计钢材产销量分别为 383 万吨和 328 万吨, 累计库存约 55 万吨。为减少库存压力, 公司 3 月份拟安排一座 1080m³ 高炉为期 21 天的停产检修。公司在疫情期进行停产检修, 整体上有利于疫情过后下游需求复苏的同时公司能够保证顺利生产。另外, 公司主营中厚板品种, 同时也是全球最大的单体宽厚板企业, 国内第二专业无缝钢管供应商和全球技术最先进的汽车板生产企业。随着疫情逐渐得到控制, 下游企业有序复工, 基建方面重大项目开工建设或将加速推进, 长期利好公司业绩。

投资建议

我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 50.50 亿元、55.96 亿元、58.02 亿元, 由于公司收购资产导致总股本增加, 对应 2020-2021 年 EPS 由 1.20 元/股、1.33 元/股调整为 0.82 元/股、0.91 元/股, 预计 2022 年 EPS 为 0.95 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。

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 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,129.08
流通 A 股股本(百万股)	4,221.73
A 股总市值(百万元)	24,516.31
流通 A 股市值(百万元)	16,886.92
每股净资产(元)	4.60
资产负债率(%)	60.78
一年内最高/最低(元)	9.35/3.92

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-公司点评:业绩将边际向好 估值处于底部》 2020-01-19
- 2 《华菱钢铁-公司点评:低估值、高分红、高性价比优选标的》 2020-01-09
- 3 《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

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	91,368.80	107,321.81	112,687.90	119,449.18	124,227.15
增长率(%)	19.19	17.46	5.00	6.00	4.00
EBITDA(百万元)	14,443.92	13,405.49	9,740.98	11,119.57	11,552.97
净利润(百万元)	6,780.03	4,391.40	5,050.34	5,595.96	5,802.01
增长率(%)	64.53	(35.23)	15.01	10.80	3.68
EPS(元/股)	1.11	0.72	0.82	0.91	0.95
市盈率(P/E)	3.62	5.58	4.85	4.38	4.23
市净率(P/B)	1.40	0.87	0.79	0.70	0.64
市销率(P/S)	0.27	0.23	0.22	0.21	0.20
EV/EBITDA	2.51	3.41	3.23	2.56	1.39

资料来源: wind, 天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,716.55	6,684.58	14,736.16	20,374.72	35,543.06
应收票据及应收账款	10,019.02	4,195.10	14,721.84	6,722.91	7,260.74
预付账款	1,256.26	1,449.89	1,549.22	1,573.84	1,658.99
存货	7,435.33	8,496.56	12,129.77	8,138.68	14,086.03
其他	2,440.06	10,319.63	5,266.08	5,954.66	7,270.59
流动资产合计	29,867.22	31,145.75	48,403.07	42,764.81	65,819.41
长期股权投资	261.04	288.88	288.88	288.88	288.88
固定资产	38,670.01	42,163.23	41,316.94	40,008.95	38,410.93
在建工程	1,143.93	2,801.08	1,716.65	1,077.99	676.79
无形资产	4,014.03	4,569.54	4,430.14	4,290.75	4,151.35
其他	483.62	358.47	402.70	410.36	390.51
非流动资产合计	44,572.64	50,181.20	48,155.32	46,076.92	43,918.46
资产总计	75,235.46	82,928.32	98,676.90	90,346.89	111,479.55
短期借款	12,652.54	15,755.29	13,000.00	13,000.00	13,210.00
应付票据及应付账款	10,237.72	12,317.07	22,118.55	9,515.51	22,805.03
其他	15,238.85	19,282.77	17,463.86	17,680.73	20,166.38
流动负债合计	38,129.11	47,355.13	52,582.41	40,196.24	56,181.41
长期借款	6,326.55	2,022.50	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	4,538.65	1,022.81	4,888.70	3,483.39	3,131.63
非流动负债合计	10,865.20	3,045.31	8,898.70	7,283.39	6,931.63
负债合计	48,994.31	50,400.44	61,481.11	47,479.63	63,113.04
少数股东权益	8,708.52	4,307.91	5,975.26	8,009.35	10,317.50
股本	3,015.65	6,129.08	6,129.08	6,129.08	6,129.08
资本公积	7,414.97	10,626.12	10,626.12	10,626.12	10,626.12
留存收益	14,491.85	22,061.25	25,091.46	28,728.83	31,919.94
其他	(7,389.85)	(10,596.49)	(10,626.12)	(10,626.12)	(10,626.12)
股东权益合计	26,241.14	32,527.87	37,195.79	42,867.26	48,366.51
负债和股东权益总	75,235.46	82,928.32	98,676.90	90,346.89	111,479.55

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	8,603.72	6,651.68	5,050.34	5,595.96	5,802.01
折旧摊销	3,013.30	3,479.12	2,130.12	2,166.05	2,188.61
财务费用	1,714.78	1,020.02	828.11	686.26	513.64
投资损失	(86.83)	(36.04)	(68.24)	(68.24)	(68.24)
营运资金变动	(1,974.64)	(12,004.27)	4,363.58	(2,816.63)	7,164.84
其它	3,131.36	11,660.09	1,511.89	2,170.54	2,373.70
经营活动现金流	14,401.70	10,770.60	13,815.79	7,733.94	17,974.55
资本支出	6,999.02	12,728.68	(3,805.89)	1,485.31	401.75
长期投资	5.13	27.83	0.00	0.00	0.00
其他	(5,634.51)	(19,909.97)	3,783.41	(1,087.65)	(646.22)
投资活动现金流	1,369.64	(7,153.46)	(22.48)	397.66	(244.46)
债权融资	20,414.81	22,041.27	19,265.18	19,451.46	20,066.70
股权融资	(1,055.25)	5,474.48	(770.15)	(598.66)	(426.04)
其他	(30,445.85)	(32,884.05)	(24,236.76)	(21,345.84)	(22,202.42)
筹资活动现金流	(11,086.30)	(5,368.30)	(5,741.73)	(2,493.05)	(2,561.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4,685.04	(1,751.16)	8,051.58	5,638.56	15,168.34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	91,368.80	107,321.81	112,687.90	119,449.18	124,227.15
营业成本	75,285.47	92,636.36	99,696.27	104,706.53	108,822.98
营业税金及附加	805.75	757.16	874.77	716.70	757.79
营业费用	1,450.36	1,550.62	1,484.22	2,388.98	2,683.31
管理费用	1,692.60	2,519.14	1,600.17	1,552.84	1,366.50
研发费用	478.52	1,137.55	1,126.88	1,194.49	1,242.27
财务费用	1,537.90	942.21	828.11	686.26	513.64
资产减值损失	211.48	(12.26)	119.76	106.33	71.28
公允价值变动收益	(3.61)	1.41	(243.22)	101.97	13.09
投资净收益	86.83	54.16	68.24	68.24	68.24
其他	382.28	(153.68)	349.95	(340.42)	(162.67)
营业利润	9,441.21	7,889.13	6,782.75	8,267.26	8,850.72
营业外收入	12.11	21.08	97.02	77.58	44.99
营业外支出	118.40	130.69	29.80	13.82	23.31
利润总额	9,334.92	7,779.52	6,849.97	8,331.02	8,872.40
所得税	731.20	1,127.85	44.52	666.48	709.79
净利润	8,603.72	6,651.68	6,805.44	7,664.53	8,162.61
少数股东损益	1,823.69	2,260.27	1,755.10	2,068.57	2,360.60
归属于母公司净利润	6,780.03	4,391.40	5,050.34	5,595.96	5,802.01
每股收益（元）	1.11	0.72	0.82	0.91	0.95

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	19.19%	17.46%	5.00%	6.00%	4.00%
营业利润	76.33%	-16.44%	-14.02%	21.89%	7.06%
归属于母公司净利润	64.53%	-35.23%	15.01%	10.80%	3.68%
获利能力					
毛利率	17.60%	13.68%	11.53%	12.34%	12.40%
净利率	7.42%	4.09%	4.48%	4.68%	4.67%
ROE	38.67%	15.56%	16.18%	16.05%	15.25%
ROIC	32.52%	21.25%	16.95%	21.60%	22.17%
偿债能力					
资产负债率	65.12%	60.78%	62.31%	52.55%	56.61%
净负债率	44.58%	47.21%	12.18%	-2.15%	-32.00%
流动比率	0.80	0.69	0.96	1.10	1.20
速动比率	0.61	0.51	0.73	0.90	0.95
营运能力					
应收账款周转率	9.80	15.10	11.91	11.14	17.77
存货周转率	12.03	13.47	10.93	11.79	11.18
总资产周转率	1.22	1.36	1.24	1.26	1.23
每股指标（元）					
每股收益	1.11	0.72	0.82	0.91	0.95
每股经营现金流	2.35	1.76	2.25	1.26	2.93
每股净资产	2.86	4.60	5.09	5.69	6.21
估值比率					
市盈率	3.62	5.58	4.85	4.38	4.23
市净率	1.40	0.87	0.79	0.70	0.64
EV/EBITDA	2.51	3.41	3.23	2.56	1.39
EV/EBIT	3.17	4.60	4.13	3.19	1.71

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