

复苏周期中的“成长股”

——华菱钢铁（000932.SZ）

钢铁/钢铁

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

公司为钢铁行业板材龙头，受益于制造业复苏与碳达峰政策，赛道优秀，同时坚持资本结构优化与高端产品升级，呈现出显著“成长属性”。

制造业复苏周期开启，板材迎来长期牛市

- 后疫情时期制造业迎来新的库存周期起点，工业企业利润快速复苏，工业原材料需求将随着国内外耐用用品的复苏迈入新的景气阶段；
- “碳达峰”及产量压减政策带来的供应收缩将成为政策端长期目标，产能产量“有上限”宣告行业总量扩张时代结束，未来北方限产常态化与电炉的产能扩张趋势进一步压缩板材供给；
- 公司聚焦工业用材，在宽厚板、热轧薄板等细分市场建立领先优势的同时，高端汽车板和冷轧薄板领域市场份额持续增长，板材占比高，未来营收长期受益制造业复苏；

产量维持高水平、费用下降有空间，内在价值稳步提升

- 2015年以来，公司粗钢与钢材产量保持7%的平均增速，现位居钢铁上市公司规模第二，技术储备充足，2021年预计公司粗钢与钢材产量继续处于高位水平；
- 公司吨钢净利处于行业前五，费控能力逐年提升，资本结构优化仍有空间，研发投入占比大，业绩弹性高；
- 公司业绩近三年来显著改善，各项指标均位于行业前列，这一成绩与其体系与战略有很大关系，“三大战略支撑体系”、“强激励、硬约束”以及持续推进稳定高效的精益生产体系的战略成为华菱突出重围的关键因素；

公司与行业估值均处于阶段性低位，成长空间大

- A股周期与消费成长风格长期分化，2015年以来周期风格指数涨幅不足消费的一半，估值仅为成长股的三分之一，具备估值回归势能，其中钢铁行业作为碳排放占比近五分之一的排碳大户，产量收缩预期强，弹性更大；
- 公司估值分位与钢铁行业地位不匹配，粗钢产量与吨钢净利均为板块前五，估值水平仅处于行业尾部，有望面临价值重估；

投资建议：随着碳政策的持续推进，本轮供给侧“新改革”将推动钢铁行业真正意义上实现产能集中、产业升级的战略目标，行业盈利与估值都有长期改善动力，公司处在优质赛道前排兼具盈利改善与成长特性，业绩高增长值得期待，预计公司2021/2022/2023年归母净利润分别为98亿/114亿/120亿，对应EPS为1.59/1.87/1.96，对应PE分别为4.9X/4.1X/3.9X，显著低于行业平均可比估值，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原料价格抬升风险；下游需求增长不及预期；行业需求测算误差；产量扩张不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	107,321.8	116,527.9	144,418.9	151,504.5	156,695.8
增长率（%）	17.46%	8.58%	23.94%	4.91%	3.43%
归母净利润（百万）	4,391.4	6,395.16	9,761.22	11,447.83	12,036.44
增长率（%）	-35.23%	45.63%	52.63%	17.28%	5.14%
净资产收益率（%）	15.56%	18.99%	26.23%	23.52%	19.83%

评级

买入（首次）

2021年04月28日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

高亢

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121010010

交易数据

时间 2021.04.27

总市值/流通市值（亿元）	503.81/405.94
总股本（万股）	612,907.72
资产负债率（%）	57.54
每股净资产（元）	5.4
收盘价（元）	8.22
一年内最低价/最高价（元）	3.7/9.14

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

每股收益(元)	1.04	1.04	1.59	1.87	1.96
PE	7.43	7.41	4.85	4.14	3.94
PB	1.68	1.41	1.27	0.97	0.78

单击此处输入文字。

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 制造业复苏开启 板材迎来阶段性牛市	5
1.1 制造业复苏周期到来	5
1.2 行业“碳达峰”推动供需形势长期改善	6
1.3 公司板材占比持续提升 品种钢铸就品牌价值	8
1.4 小结	10
2. 规模效应与利润实现增强业绩弹性	11
2.1 产量快速扩张 规模效应维持	11
2.2 费用控制能力强 利润实现有弹性	12
2.3 稳定高效的精益生产体系是成长属性的源头	14
3. 公司与行业估值处在阶段性低位	15
3.1 行业估值低 资金或长期流入	15
3.2 公司估值与其行业地位显著不匹配	16
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 设备工器具购置累计同比快速复苏	5
图 2: 工业企业利润领先制造业投资一年	5
图 3: 全球新冠新增确诊 (10 日均值)	5
图 4: 美英法新冠新增确诊 (10 日均值)	5
图 5: 库存周期与内部细化周期	6
图 6: 工业企业利润领先产成品存货	6
图 7: 唐山地区限产加强	7
图 8: 期货盘面利润快速扩张 (元/吨)	7
图 9: 热卷现货毛利与进口矿价 (元/吨)	7
图 10: 公司营收比例	8
图 11: 2020 年毛利贡献比例	9
图 12: 主要品种毛利率分布	9
图 13: 公司品种钢产量与占比 (万吨)	10
图 14: 公司品种钢中标多个标志性工程	10
图 15: 公司钢材产量与同比增速 (万吨)	11
图 16: 公司资产负债率与财务费用占比 (%)	12
图 17: 2016-2020 年公司资产负债率下降明显	12
图 18: 吨钢期间费用构成 (元/吨)	13
图 19: 近年来公司主要子公司劳动生产率 (吨/人·年)	14
图 20: 板块价格分化显著 (以 2015 年为基期)	15
图 21: 板块估值分化明显 (PE (TTM))	15
图 22: 申万钢铁指数与市盈率位置	15
图 23: 钢铁行业动态市盈率与吨钢毛利水平 (元/吨)	16
表 1: 公司产品结构	8
表 2: 2020 年上市公司粗钢产量前五情况 (万吨)	11
表 3: 部分规模钢企吨钢净利情况	13

表 4： 公司战略举措.....	14
表 5： 近年来公司主要能耗指标数据	14
表 6： 普钢板块盈利企业市盈率倒数排列、市净率以及销售净利率（2021 年 4 月 26 日）	16
表 7： 公司盈利预测表	18

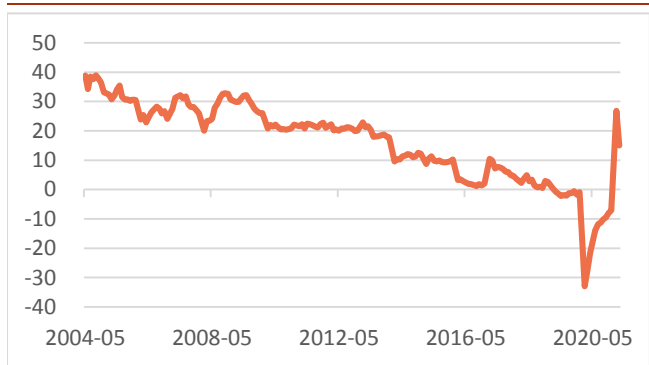
1. 制造业复苏开启 板材迎来阶段性牛市

1.1 制造业复苏周期到来

经过 2020 年初的疫情扰动，制造业从之前的投资下滑状态快速回升，设备工器具购置累计同比从 2020 年 2 月的-32.9%回升至 2021 年 3 月的 15%，领先指标工业企业利润的快速回升以及主动补库周期的持续有望拉动制造业进入显著复苏阶段：

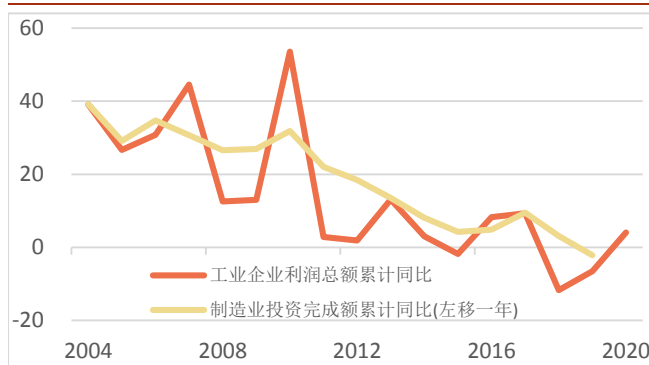
- ◆ 工业企业利润大幅增长。2020 年以来工业企业利润同比显著复苏，按照年度领先规律，制造业投资有望持续扩张；2021 年初至今，工业企业利润规模再度大幅增长，考虑 2020 年初的特殊因素，综合计算 2019-2021 年，利润年复合增长率达到 25.44%，这一增速也创出 2012 年以来的新高；
- ◆ 疫苗接种逐步成为直接抗疫主要手段。2021 年 3 月至今全球新冠新增确诊显著上升，压制市场风险偏好，乐观情绪的消退使得以原油、铜为代表的大宗商品显著回落，但在本次疫情反复过程中，英美等采取快速疫苗接种的国家并未出现大量新增确诊，疫苗随之成为抗疫主要手段，随着全球范围内疫苗接种进度加快，美国需求高刺激的抗疫政策以及欧洲的传统投资型抗疫政策开始发挥作用，刺激海外耐用品原材料处于高增长预期，国内经济增速指标确定以及货币政策不急转弯的导向给予市场平稳的复苏环境，工业企业利润高增长状态有望维持，带动制造业投资向上运行；

图1：设备工器具购置累计同比快速复苏



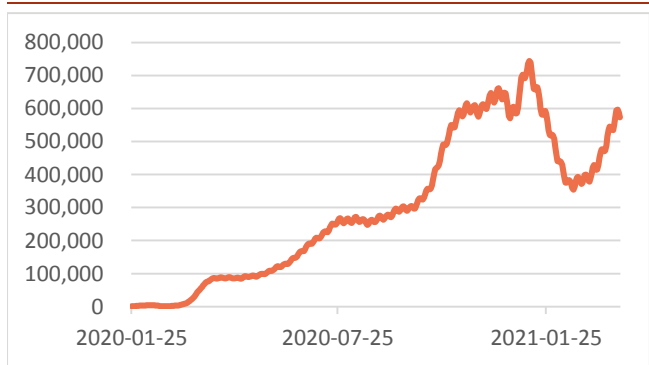
资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：工业企业利润领先制造业投资一年



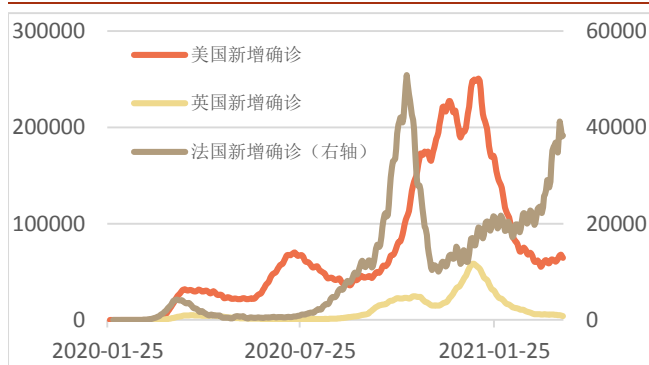
资料来源：Wind，申港证券研究所

图3：全球新冠新增确诊（10日均值）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：美英法新冠新增确诊（10日均值）

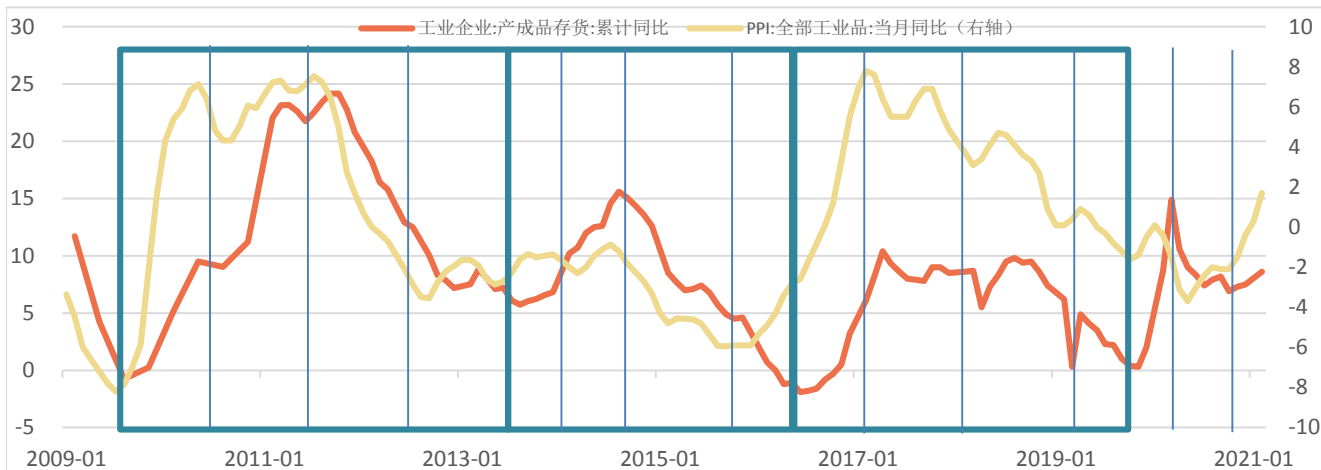


资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ 国内主动补库周期到来。一般而言，商品价格往往在被动去库和主动补库的过程中表现强势，而在被动补库与主动去库的过程中阶段性走弱，2010 年以来我们大致经历了三轮需求周期，目前正处于新一轮需求周期的中继位置，而从更加细化

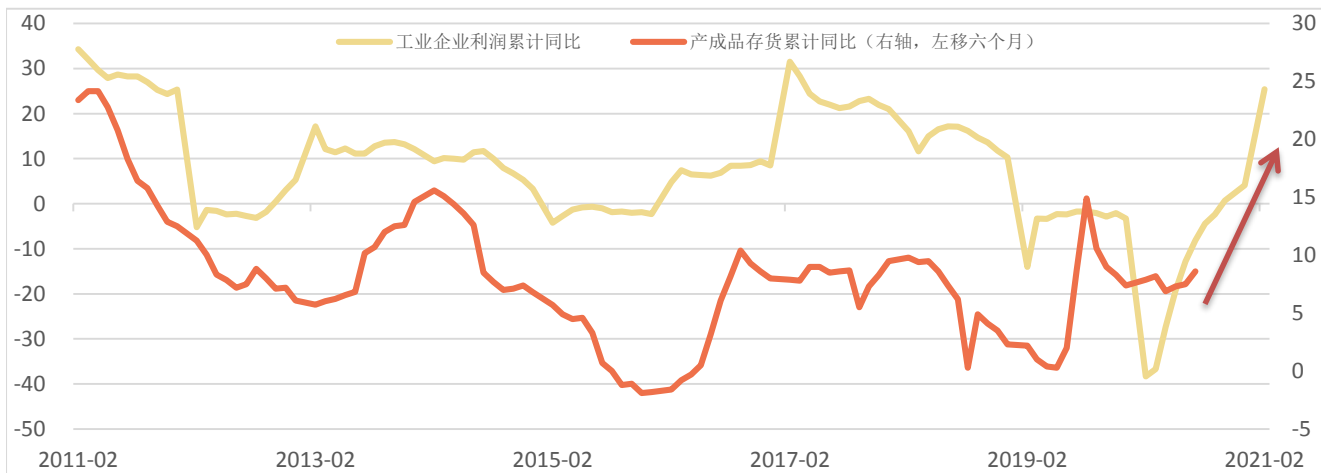
的角度来看,新一轮库存周期主动补库的部分被疫情干扰中断,呈现出先被动补库再被动去库的小周期,但熨平波动后的补库节奏与熨平波动后的PPI继续遵循着主动补库的节奏运行,这一“迟来”的补库所匹配的PPI位置仍在相对低位;从另一个角度看,历史上工业企业利润累计增速一般领先产成品库存累计增速约6个月,交叉印证补库周期的到来。

图5: 库存周期与内部细化周期



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图6: 工业企业利润领先产成品存货



资料来源: Wind, 申港证券研究所

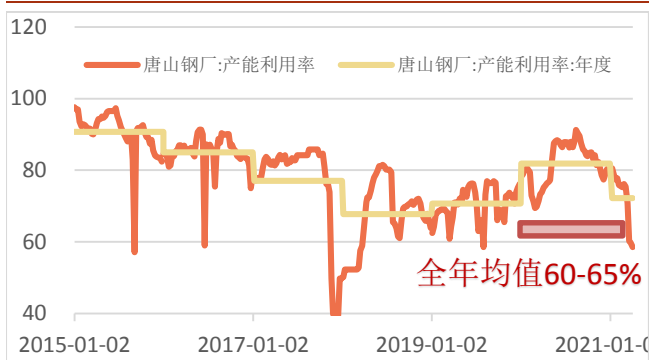
1.2 行业“碳达峰”推动供需形势长期改善

本次供给收缩呈现出产能有上限、减排增产手段少以及目标为减产量的不同特征,影响到实际供应量,与上轮供给侧改革相比,行业或呈现出更高的钢价水平以及更长的盈利持续周期特征,钢铁行业作为“碳中和主场、控产量先锋”,是受益政策最为明显的行业,与上一轮供给侧改革偏向于“控产能上限”不同,本次对钢企竞争格局、发展导向以及原料的需求预期都将有显著改变,目前来看,本次“供给侧新改革”的实质性推进有以下几方面:

- ◆ 唐山限产扩展至全年,力度超常规: 3月19日上午唐山出台限产加强政策,在前期频繁下调企业评级的基础上,常规限产首次扩展至全年,力度前所未有,根据

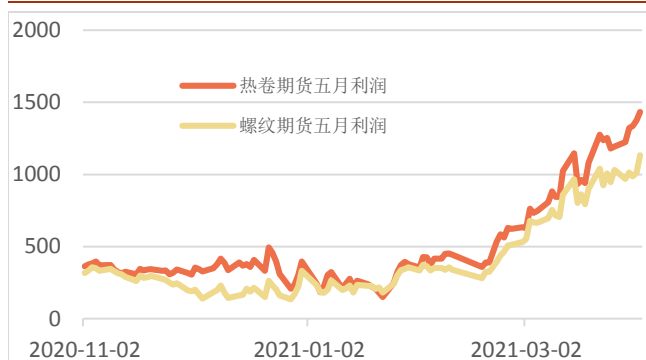
测算，此次限产将影响唐山地区日均铁水产量 10 万吨以上，结合周期性调降钢企环保评级，全年唐山地区生铁产量较 2020 年或下降 2500 万吨左右，占全国 2020 年生铁产量的 2.8%。政策发布后钢材与铁矿、焦炭原料的走势分化，现货盈利快速回升，长期处于 back 结构的螺纹与热卷期货盘面开始呈现出 cotango 正向结构，反映出市场对于后续价格的良好预期。

图7：唐山地区限产加强



资料来源：Wind，申港证券研究所

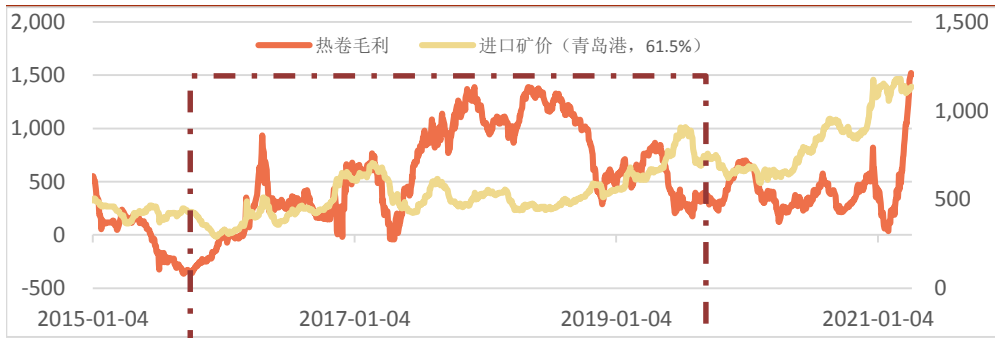
图8：期货盘面利润快速扩张（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ 供需双控彰显决心，坚决压减原料预期：单纯限制供给存在一定局限性，按照投资韧性扩张以及消费惯性增长的一致性预期，需求的增加与供应受限不匹配必然导致行业利润扩张，从而引发原料、特别是铁矿的补涨，呈现出“原料价格看钢厂利润”的局面，而需求端控制措施的推出，从侧面彰显出政策制定者对于压减原料需求预期的决心，从上一轮供给侧改革红利释放期的情况来看，铁矿价格虽出现波动区域上移，但实质性的大幅上涨发生在钢厂利润回落后，两者节奏并不一致，从调降钢材出口退税的预期迈出需求端控制的第一步，利润或再度回流钢企。

图9：热卷现货毛利与进口矿价（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ 产量压缩主体升级，两部委督导保成果：4月1日工信部官网发布“国家发展改革委 工业和信息化部就 2021 年钢铁去产能“回头看”、粗钢产量压减等工作进行研究部署”文章，方案中包含化解过剩产能、打击“地条钢”、摸底冶炼项目建设投产运行、开展 2021 粗钢产量压减工作等内容，从前期的工信部表态到目前的“两部委”联合工作部署，2021 粗钢产量压减落地路径逐步清晰，环保绩效低、成本较高以及小高炉集中的企业有望成为后续限产的重点关注对象，利好环保配套完善、成本控制强的头部企业；
- ◆ 碳标联动覆盖全面，初期摸排已经展开：中钢协表示“十四五”期间实际上面临超低排放和碳减排双重任务，二者协同推进，挑战巨大；超低排放是单体约束、碳排放是总量约束，钢铁产量在“双约束”下预计将提前达峰；碳交易是重要的

手段,实施碳交易的前提是摸清碳排放的家底,这有利于进一步厘清产能和产量,有利于打击非法违规的产能。碳相关政策路径逐步清晰,另有新闻表示,行业碳达峰目标初步定为:2025年前钢铁行业实现碳排放达峰,2030年钢铁行业碳排放量较峰值降低30%,预计将实现碳减排量4.2亿吨。随着碳达峰、碳中和政策路径逐步清晰,钢铁行业作为排放占比较高行业,将面临行业格局的较大变革,如果上述行动方案公布实施,即较2030碳达峰的原目标显著提前,行业减产的进度也将加快。

1.3 公司板材占比持续提升 品种钢铸就品牌价值

华菱钢铁实控人为湖南省国有资产监督管理委员会,旗下主要钢厂为“三钢”(华菱湘钢、华菱衡钢、华菱涟钢)及VAMA汽车板公司,阳春新钢归属湘钢旗下,公司是全国十大钢铁企业和全球二十大钢铁企业之一、全球最大的单体宽厚板生产企业、国内第二大的无缝钢管供应商,其主要产品如下所示:

表1: 公司产品结构

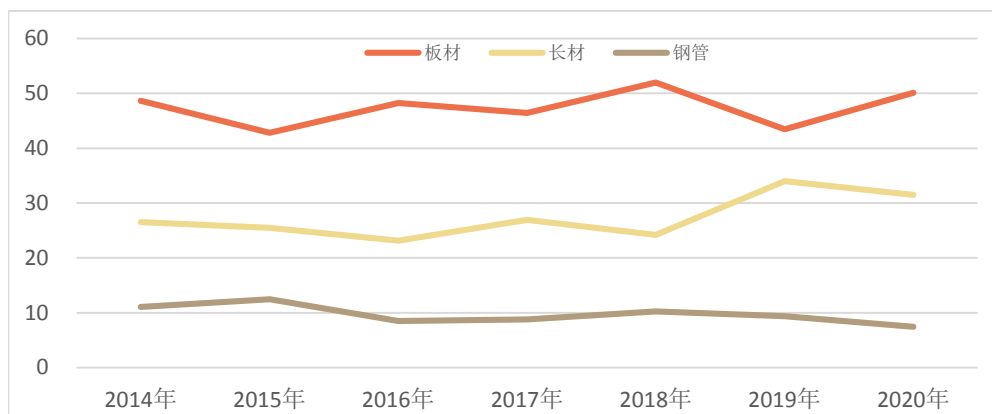
公司	主要产品	产能分布
华菱湘钢	宽厚板、线材、棒材	中厚板 440 万吨,棒线材 290 万吨,螺纹钢 50 万吨
阳春新钢	线材、棒材	
华菱衡钢	无缝钢管	钢管 183 万吨
华菱涟钢	超薄板带材、汽车板、型棒材	热轧 641 万吨、冷轧 150 万吨、镀锌 30 万吨,螺纹钢 100 万吨
VAMA	汽车板	150 万吨汽车板

资料来源:公司公告,申港证券研究所

公司产品由2006年以前的长材为主逐步转向板材及高附加值产品为主,目前已成为全球最大的单体宽厚板生产企业以及亚洲最大的薄规格热处理高端板材加工基地,2020年宽厚板、冷热轧薄板的销量超过1300万吨,板材营收占比连续十三年维持在40%以上,利润贡献超过其他品种之和,其中板材大类特别是宽厚板各品种间具备较强的柔性生产切换能力,可以根据下游市场景气度柔性切换产品品类。

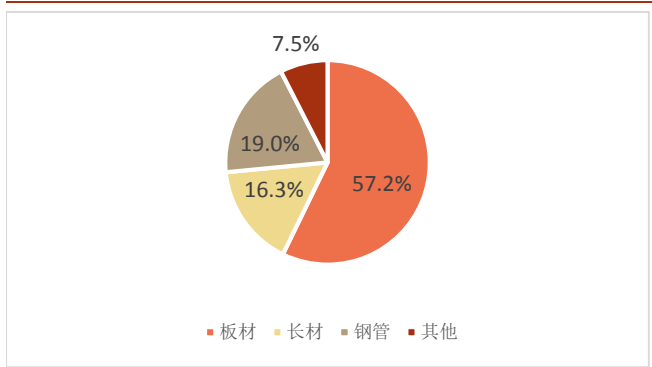
目前板材贡献的销量及营收持续增加,是公司的主力产品。2020年公司板材销量1308万吨,线棒材销量1051万吨(其中工业材约占1/3),无缝钢管销量154万吨,目前公司品种结构仍以板材为主,主要面向工业用钢领域,与工业企业投资建设关系密切,公司维持“优钢”向“特钢”转型方向,将继续提升板材和板材品种钢的销量。

图10: 公司营收比例



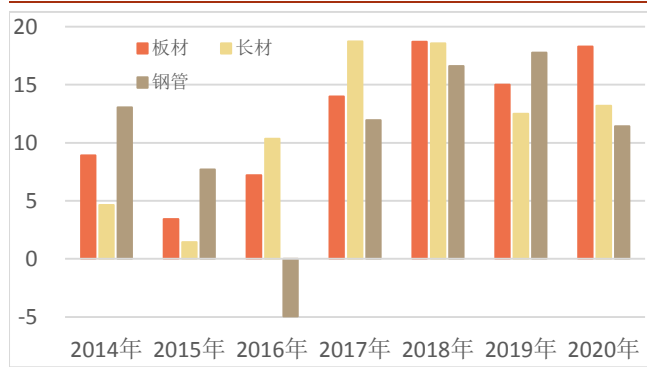
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图11: 2020年毛利贡献比例



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图12: 主要品种毛利率分布



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

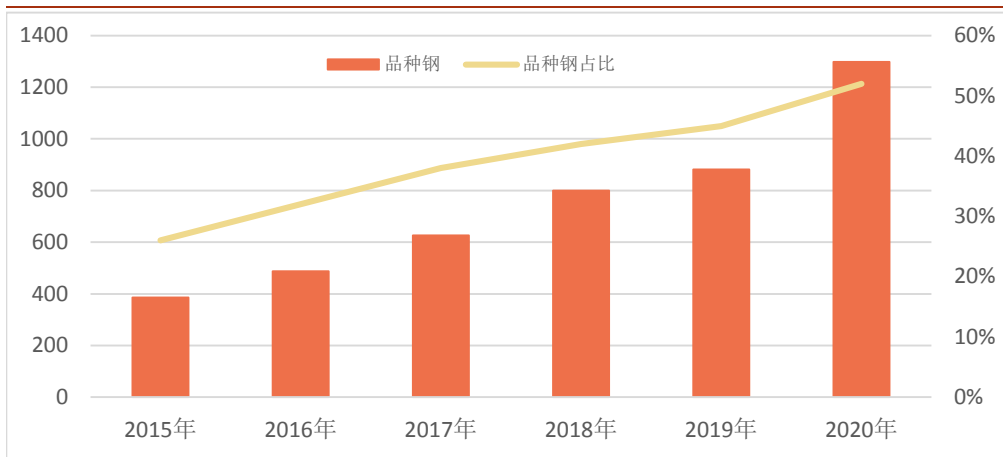
公司在经营过程中将“品种钢”产量与占比作为转型的重点与关键指标，品种钢主要涵盖热冷轧薄板、无缝钢管以及宽厚板等品种，具有**技术含量高、附加值高、盈利能力强**的特点，是公司品类升级的主要方向，经营模式上品种钢以**直销**为主，普通材以**经销**为主，品种钢更能体现公司品牌力。

2015年以来，公司品种钢销量与占比持续提升，到2020年公司完成品种钢销量1298万吨，占比达52%，分公司来看：

- ◆ 华菱湘钢高强板、风电板、容器板等品种销量同比分别增长28.3%、66.3%、35.5%，桥梁钢销量突破100万吨，市占率全国第一；线棒材开发了汽车悬架用弹簧扁钢、高合金管坯等高端个性化品种，通过红旗、长安、吉利的企业认证；
- ◆ 华菱涟钢开发新产品57个，超高档次中高碳钢、高强耐磨钢、高强工程机械用钢等17大重点产品实现进口替代；
- ◆ 华菱衡钢机加工用管销量同比增长95%，起重机臂架管增长3倍，荣获第六届“中国工业大奖表彰奖”。
- ◆ 汽车板公司Usibor®1500销量达46.3万吨，同比增长32%，Usibor®2000全球首次批量供应主机厂旗舰车型。

公司品种钢广泛应用于能源和油气领域、造船和海工领域、基建和桥梁领域、工程机械领域以及汽车和家电用钢领域，中标多个标志性工程项目，树立良好的市场形象与口碑。

图13：公司品种钢产量与占比（万吨）



资料来源：公司年报，申港证券研究所

图14：公司品种钢中标多个标志性工程



资料来源：公司公告，公开资料，申港证券研究所

1.4 小结

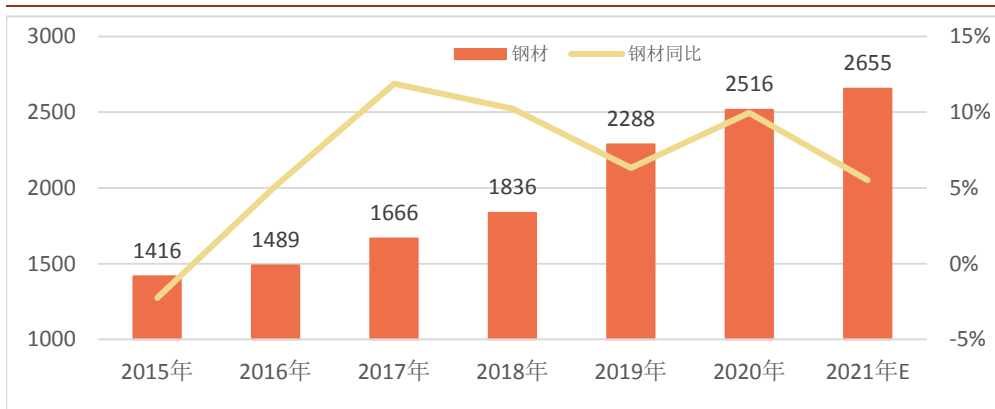
国内制造业短周期复苏与海外朱格拉周期形成共振，工业企业利润的回升与海外高位需求共同推动工业用钢、特别是板材显著受益需求复苏，同时建筑业需求保持韧性，在超预期的供给收缩、需求温和扩张的背景下，钢铁行业在“供给侧新改革”的背景下将进入新一轮盈利兑现周期，行业或呈现出更高的钢价水平以及更长的利润持续时间特征。公司板材占比高，同时高附加值的品种钢销量占比持续上升，受益制造业复苏明显，盈利复苏具有较强的确定性。

2. 规模效应与利润实现增强业绩弹性

2.1 产量快速扩张 规模效应维持

2020 年公司产出粗钢 2678 万吨、钢材 2516 万吨，再创历史新高，在产能受限的情况下，公司已连续四年粗钢产量维持快速增长，2015 年以来年平均增长率达到 7%，呈现出显著的“成长属性”：

图15：公司钢材产量与同比增速（万吨）



资料来源：公司公告，申港证券研究所（注：因股权收购 2019 年对 2018 年产量追溯为 2152 万吨，文中同比为同口径）

在产能受限的大背景下，公司年报中给出继续增长的产量预估，2021 年粗钢产量目标为 2800 万吨、钢材产量目标为 2655 万吨，较 2020 年相比分别增长 4.56% 与 5.52%，2021 年除了技术进步对高炉产出效率的惯性提升（吨钢铁水消耗下降、高炉利用系数提升）外，仍有以下两个因素支撑未来公司产量能够维持增长格局：

- ◆ 规模扩张效应：2019 年公司粗钢产量在国内上市公司中排名第 8 位，2020 年预计粗钢产量在国内上市公司中可以排进前三，成为绝对的头部企业，随着钢铁行业 2025 规划中对“CR5 与 CR10 分别达到 40% 与 60%、形成 3-5 家在全球范围有较强竞争力的超大型钢铁企业集团”的政策导向确立，钢铁行业整合将显著加速，未来产能整合将遵循地方优势与龙头整合并举的方式进行，例如辽宁对鞍钢与本钢等当地企业的重组以及宝武集团对北方多钢企的合并，华菱作为湖南当地龙头钢企，对本省甚至南方区域钢厂的兼并重组将成为选项之一，公司也公开表示如有合适的标的与时机，不排除实施兼并重组；

表2：2020 年上市公司粗钢产量前五情况（万吨）

钢企名称	2018		2019		2020	
	钢材	粗钢	钢材	粗钢	钢材	粗钢
宝钢股份	4675	-	4687	-	4562	-
华菱钢铁	1836	1972	2288	2431	2516	2678
鞍钢股份	2413	2615	2542	2714	2648	2587
河钢股份	2578	2680	2532	2672	2487	2510
马钢股份	1429	1529	1422	1527	1986	2097

资料来源：公司公告，申港证券研究所

- ◆ 碳指标购买潜力：2020 年公司吨钢净利约 260 元/吨，按照半年报计算，公司吨钢净利在行业内排名第 3 位，碳交易体系建立后，基础碳指标+购买碳指标超产

将成为钢厂排产的主要依据，利用市场化碳权交易的形式，能够实现基于利润实现能力的产能优化，而华菱超高的利润实现能力也给予后续公司向市场购买碳指标进行超产提供可能。

事实上，根据公司自愿披露的 1-3 月产量数据计算，一季度钢、材产量同比提升 16.35%、17.92%，一季度钢、材产量月均值较去年全年月度均值分别提升 9.48%、9.86%，预计 2021 年粗钢与钢材产量将维持在较高水平。

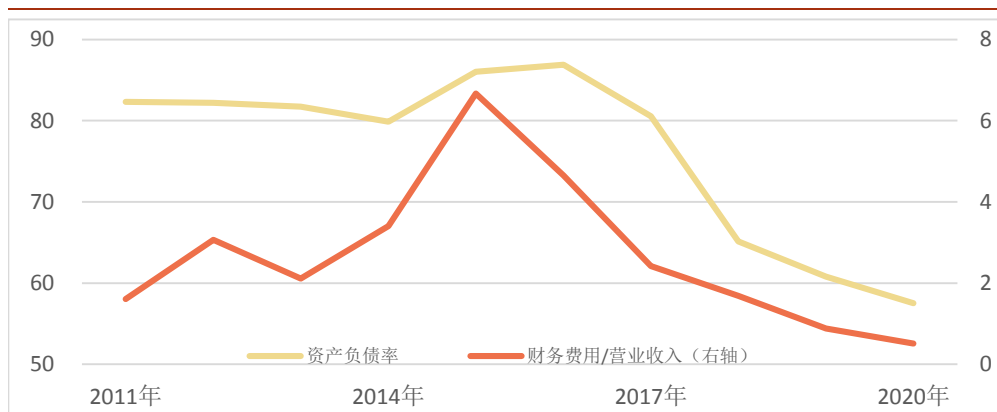
2.2 费用控制能力强 利润实现有弹性

公司 2018 年 12 月推出《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案》，通过引入市场化债转股机构增资旗下公司，后续通过发行股份现金购买形式实现对“三钢”的全资控股、华菱节能的全资控股以及阳春新钢的多数股份，通过资本运作，公司资产负债率显著下降，财务费用占比当年下滑 0.81%，降幅为 47.86%；

2019 年公司发行可交换债券，2020 年公司成功发行可转债，募集资金主要用于华菱湘钢 4.3 米焦炉环保提质改造项目、华菱涟钢 2250 热轧板厂热处理二期工程项目、华菱涟钢高速棒材生产线及配套项目建设工程项目、华菱涟钢工程机械用高强钢产线建设项目等及补充流动资金。融资途径的进一步多样化将有利于公司持续优化财务结构、降低负债率与财务费用，而融资也集中于投放于低碳改造及品种钢生产，提升公司竞争力；

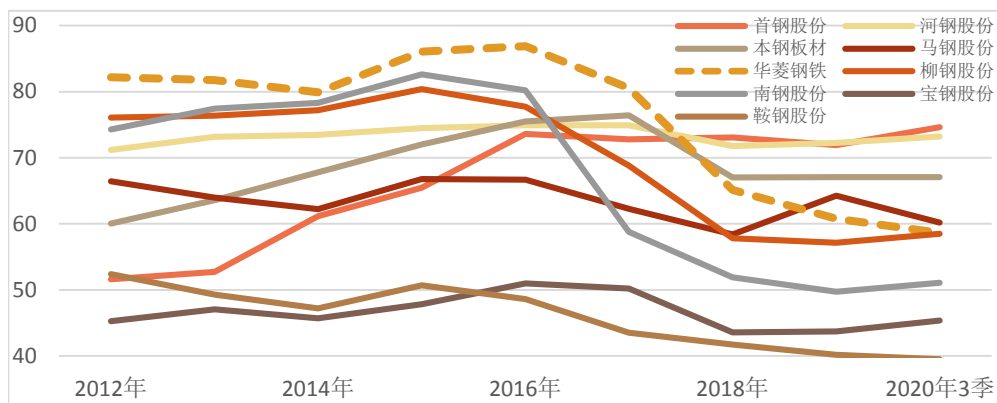
未来公司资产负债率有进一步下降的空间与动力，华菱钢铁近年来资产负债率持续下降，但仍高于行业平均水平，旗下子公司涟钢与衡钢下降空间有限，但衡钢与汽车板公司仍有较大空间，根据公司公开披露信息，湖南省委省政府对控股股东华菱集团的要求是资产负债率降至 50% 左右，公司目前与该集团目标还有一定距离；

图16：公司资产负债率与财务费用占比（%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

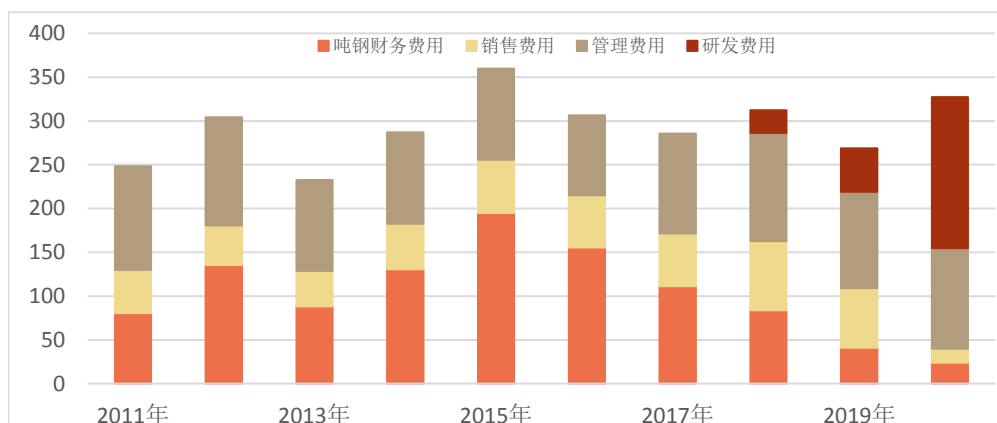
图17：2016-2020 年公司资产负债率下降明显



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司深化“三项制度”改革，优化费用支出比例，在财务费用大幅下降的背景下持续压缩销售费用，同时增加研发费用支出，加速公司产品结构向高技术含量品种转换，费用结构显著改善。

图18：吨钢期间费用构成（元/吨）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

在严格的费用控制以及生产效率提升的背景下，公司吨钢净利在原料波动背景下保持持续改善态势，2019年、2020年吨钢净利分别为274元/吨、254元/吨，稳居可比钢企前列，2021年一季度吨钢利润为303元/吨，同比环比分别增长45%、33%，下属子公司华菱湘钢、华菱涟钢和汽车板公司一季度利润同比分别增长54%、167%和79%，其中华菱涟钢和汽车板公司利润均创季度历史新高，根据吨钢毛利追踪，4月（4月1日-4月25日）毛利日均值为一季度毛利均值的两倍以上，在钢铁行业供应收缩预期以及需求旺盛的背景下，中报有望延续高利润增长态势；

横向来看，2019年、2020年公司分别实现净利润66.52亿元、69.64亿元，利润规模在钢铁行业上市公司排名第二，按照2020年三季报数据，公司净资产收益率为15.79%，销售净利率6.31%，普钢板块分别排名第一和第二。

表3：部分规模钢企吨钢净利情况

	2019年吨钢净利（元/吨）	2019年净利润规模（亿元）
宝钢股份	285	135
华菱钢铁	274	67

	2019 年吨钢净利 (元/吨)	2019 年净利润规模 (亿元)
鞍钢股份	65	18
河钢股份	108	29
马钢股份	112	17
柳钢股份	172	23
本钢板材	56	6

资料来源: Wind, 公司公告, 申港证券研究所

2.3 稳定高效的精益生产体系是成长属性的源头

公司坚持“三大战略支撑体系”、“强激励、硬约束”，持续推进稳定高效的精益生产体系，实现公司稳步成长：

表4：公司战略举措

三大战略支撑体系	以零缺陷质量管理为核心的精益生产
	以 IPD 为基础的销研产一体化攻关
	以信息化为支撑的营销服务
强激励、硬约束	市场化薪酬、揽才政策、博士工作室
	综合考核、尾数淘汰

资料来源：公司公告，申港证券研究所

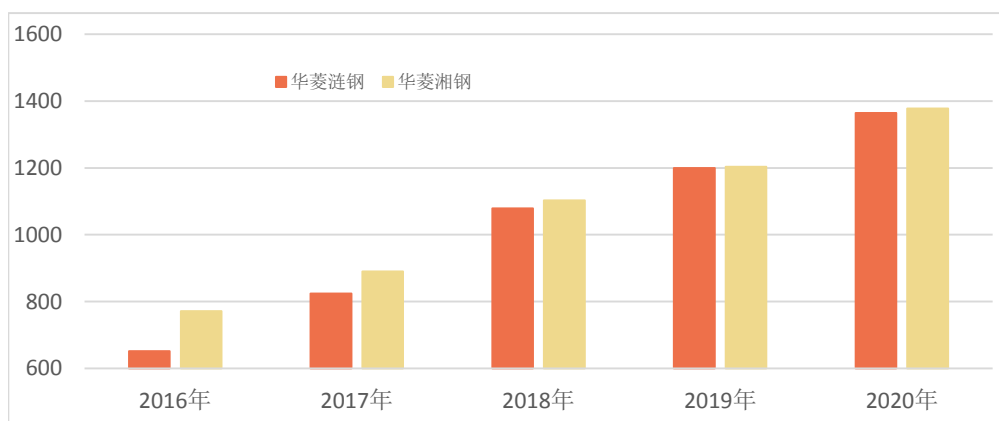
在上述战略叠加品种调整、减债降负以及智能化改造等举措支撑下，公司从采购、生产、销售、研发等各环节继续推进挖潜增效，入炉焦比、综合焦比、吨钢耗新水等能耗指标继续优化，劳动生产率连年提升：

表5：近年来公司主要能耗指标数据

指标	2017 年	2018 年	2019 年
入炉焦比 (kg/t)	375	354	349
综合焦比 (kg/t)	510	496	492
吨钢综合能耗 (kg 标煤/t)	530	516	501
吨钢耗新水 (m3/t)	2.93	2.9	2.56
吨钢烟尘排放量 (kg/t)	0.95	0.84	0.76
吨钢二氧化硫排放量 (kg/t)	1.56	0.96	1.13

资料来源：华菱钢铁集团债券 2020 年跟踪评级报告，申港证券研究所

图19：近年来公司主要子公司劳动生产率 (吨/人·年)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

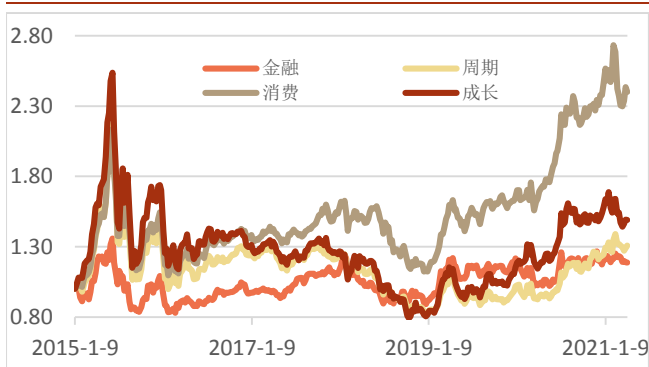
2020 年报中提及, 公司持续提高劳动生产率, 计划 2021 年实现华菱湘钢、华菱涟钢年人均产钢突破 1500 吨、华菱衡钢突破 650 吨, 较 2020 年的 1378、1365、605 吨分别提升 8.9%、9.9%、7.4%。

3. 公司与行业估值处在阶段性低位

3.1 行业估值低 资金或长期流入

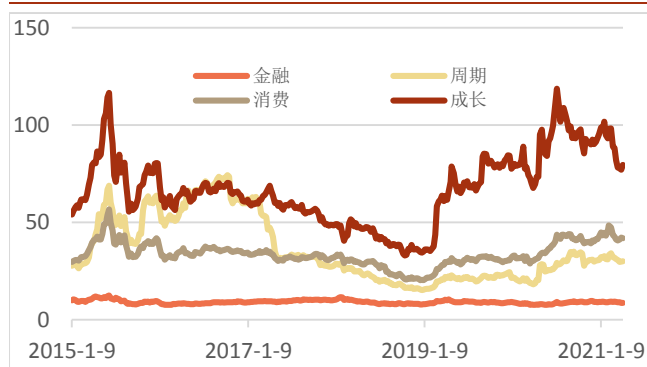
目前周期股、价值股与非周期、成长股分化明显, 新兴行业与传统的能源、地产、银行与建筑行业估值差距拉大, 过度分化值得重点关注, 下图为中信风格指数的价格与估值表现, 以 2015 年初为基期计算, 到 4 月初周期风格指数涨幅不足消费的一半, 估值自 2020 年 5 月到 2021 年 1 月不及成长股的三分之一, 具备估值回归势能, 其中钢铁行业作为碳排放占比近五分之一的排碳大户, 产量收缩预期强, 弹性更大, 我们判断估值底部的周期股有望重新受到市场资金关注, 特别是“供给侧新改革”政策受益的钢铁行业, 面临着盈利回升加上竞争格局重塑的机遇;

图20: 板块价格分化显著 (以 2015 年为基期)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

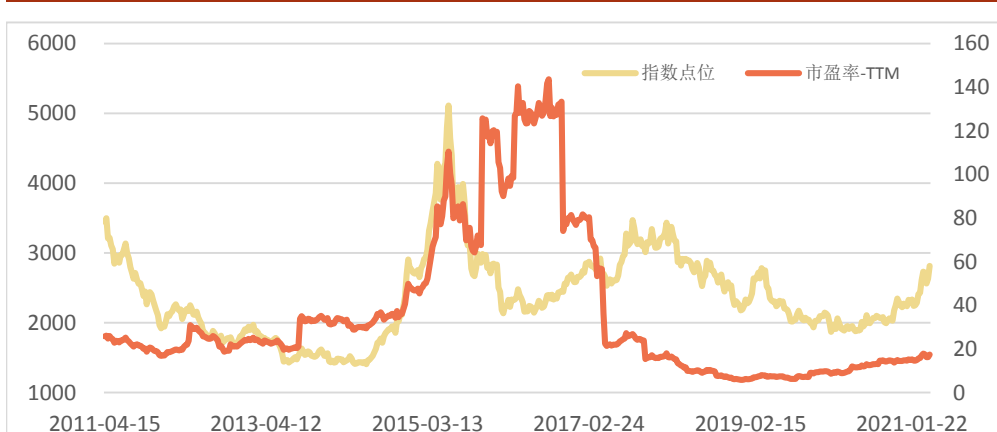
图21: 板块估值分化明显 (PE (TTM))



资料来源: Wind, 申港证券研究所

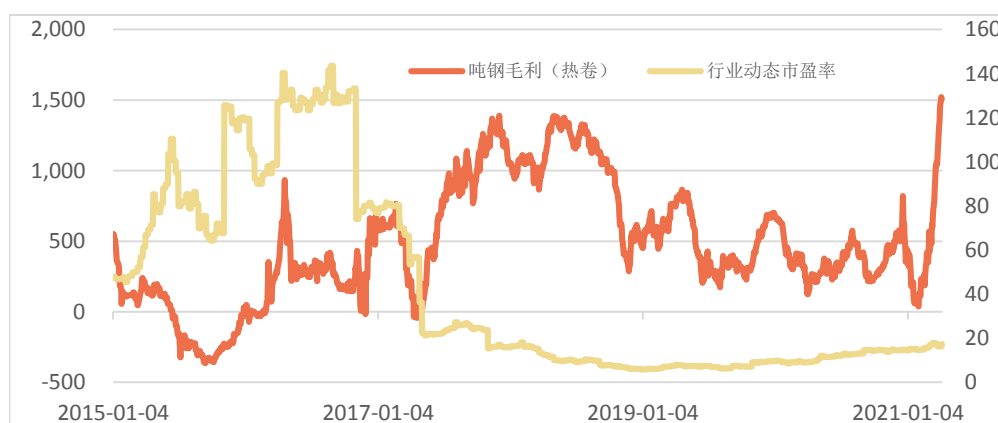
目前钢铁行业相对估值处于十年来偏低位置, 截至 4 月 27 日收盘, 申万钢铁指数为 2845.57, 动态市盈率为 16.94 倍, 位于 10 年来 35% 左右分位, 目前尚未达到上一轮供给侧改革起步阶段的水平;

图22: 申万钢铁指数与市盈率位置



资料来源: Wind, 申港证券研究所

由于周期行业的盈利波动幅度大, 行业利润的波动对市盈率影响较大, 以 2015 年底开启的行业供给侧改革为例, 2015-2018 年市盈率与吨钢毛利(热卷)基本呈现出负相关的特征, 表现为 2015-2016 年行业利润持续处于低位, 甚至一度转为负值, 随后钢厂盈利进入快速扩张阶段, 直到 2019 年初钢厂盈利逐步收窄, 钢铁行业估值水平开始逐步修复并在 2021 年回升至 15 上方。

图23: 钢铁行业动态市盈率与吨钢毛利水平 (元/吨)


资料来源: Wind, 申港证券研究所

目前钢铁行业估值水平与 2018 年初基本相当, 同时利润水平已经突破上一轮供给侧改革的高位, 钢铁指数与上一轮高点仍有约 20% 的距离, 与前次供给侧改革不同, 本次供应端收缩具有更加长期的政策框架限制, 同时超产手段少并且需要付出碳权成本, 因而具备更强的持续性, 目前仍处于盈利的快速扩张期, 主流品种现货价格均接近十年来最高值, 预计随着盈利的抬升, 估值将在现有水平上保持基本稳定, 而指数有望继续上攻并突破上一轮供给侧改革的高点。

3.2 公司估值与其行业地位显著不匹配

公司估值分位与行业地位不匹配, 粗钢产量与吨钢净利均为板块前三, 估值水平仅处于行业尾部, 市场给予低估值的部分原因在于 2016 年多数钢企扭亏的时段公司未实现盈利, 当时公司面临着无缝钢管所在的油气行业处于下行周期、VAMA 汽车板投资尚未达产以及负债率偏高等因素, 经过 2017 年以来的品种调整、产线梳理以及融资手段扩充, 上述不利因素已经得到根本性解决, 目前无论从绝对产量、吨钢盈利以及费用结构方面都调整到有序发展状态, 估值有相对回升的潜力;

表6: 普钢板块盈利企业市盈率倒数排列、市净率以及销售净利率 (2021 年 4 月 27 日)

	PE(TTM)	PB(LF)	销售净利率 (%) (2020H1)
华菱钢铁	6.89	1.41	5.98
韶钢松山	7.33	1.46	5.48
新钢股份	7.98	0.93	4.25
三钢闽光	8.09	1.01	5.43
新兴铸管	9.14	0.75	3.92
南钢股份	9.3	1.11	5.55

	PE(TTM)	PB(LF)	销售净利率(%, 2020H1)
柳钢股份	9.4	1.73	3.80
宝钢股份	11.53	1	4.02
河钢股份	14.27	0.56	2.06
首钢股份	15	0.93	1.56
马钢股份	15.11	1.06	1.64

资料来源: WIND, 申港证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

基于以下主要假设条件进行盈利预测, 对公司主要产品销量、成本、单价的预测如下:

- ◆ 公司目前在建项目均为结构性调整, 整体粗钢产能增加有限, 但在技术革新等因素支撑下公司粗钢与钢材产量仍有望保持增长, 预计公司 2021-2023 年粗钢和钢材产量分别为 2900/2950/3000 万吨和 2700/2750/2800 万吨;
- ◆ 2021 年一季度原料价格处于较高位置, 随着全年粗钢产量下降的政策压力增大, 北方地区压减产量以及碳政策的实施有望压制原料端相对偏弱, 钢企生产成本的提升预计相对受限;
- ◆ 钢铁行业中期供需格局有望转好, 供应端的收缩以及需求的韧性增长有望推动钢价在一季度大涨后长期位于偏高位置, 随着公司产品结构中板材品种钢的占比逐步增大、以及油气行业的复苏持续, 我们预计 2021-2023 年长材、板材、钢管的售价增速为 15%/3%/1%、20%/3%/3%、5%/5%/1%;

随着碳政策的持续推进, 本轮供给侧“新改革”将推动钢铁行业真正意义上实现产能集中、产业升级的战略目标, 行业盈利与估值都有长期改善动力, 公司处在优质赛道前排兼具盈利改善与成长特性, 业绩高增长值得期待, 预计公司 2021/2022/2023 年实现营业收入 144 亿/152 亿/158 亿元, 归母净利润分别为 98 亿/114 亿/120 亿, 对应 EPS 为 1.59/1.87/1.96, 2021/2022/2023 年 PE 分别为 4.9X/4.1X/3.9X, 显著低于行业平均可比估值, 首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

原料价格抬升风险; 下游需求增长不及预期; 行业需求测算误差; 产量扩张不及预期;

表7：公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	107322	116528	144419	151505	156696	流动资产合计	32747	38820	50612	61839	71166
营业成本	92636	99664	120766	125649	129875	货币资金	6685	7541	14442	22726	31339
营业税金及附加	757	669	829	869	899	应收账款	3590	2822	3957	4981	5152
营业费用	1551	409	507	532	550	其他应收款	0	124	153	161	166
管理费用	2519	2891	3583	3759	3887	预付款项	1450	2291	2776	2888	2985
研发费用	1138	4333	5370	5633	5827	存货	8497	10605	14889	15491	16012
财务费用	942	598	954	876	815	其他流动资产	1674	1976	2430	2545	2630
资产减值损失	-12	33	10	22	16	非流动资产合计	50181	51921	53776	53740	54379
公允价值变动收益	1	-25	12	-7	3	长期股权投资	289	391	490	610	760
投资净收益	54	38	46	46	46	固定资产	42163	42422	43130	43612	43980
营业利润	7889	8117	12450	14407	14977	无形资产	4568	4593	4660	4726	4789
营业外收入	21	7	7	7	7	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	131	92	111	102	107	其他非流动资产	0	11	813	8	8
利润总额	7780	8032	12345	14312	14877	资产总计	82928	90741	104387	115579	125545
所得税	1128	1067	1715	1845	1770	流动负债合计	47355	45163	42767	43247	43621
净利润	6652	6964	10630	12467	13108	短期借款	15755	10544	10544	10544	10544
少数股东损益	2260	569	869	1019	1071	应付账款	5434	6883	7607	7914	8180
归属母公司净利润	4391	6395	9761	11448	12036	预收款项	3848	0	2589	2716	2810
EBITDA	16747	16491	17108	19324	20005	一年内到期的非流动负债	4263	165	1140	1140	1140
EPS (元)	1.04	1.04	1.59	1.87	1.96	非流动负债合计	3045	7052	9086	9157	9209
主要财务比率						长期借款	2023	2729	2899	2899	2899
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	0	3435	2353	2353	2353
成长能力						负债合计	50400	52215	51853	52404	52830
营业收入增长	17.46%	8.58%	23.94%	4.91%	3.43%	少数股东权益	4308	4841	5710	6729	7800
营业利润增长	-16.44%	2.89%	53.38%	15.72%	3.96%	实收资本 (或股本)	6129	6129	6129	6129	6129
归属于母公司净利润增长	-35.23%	45.63%	52.63%	17.28%	5.14%	资本公积	10626	10626	4431	4431	4431
获利能力						未分配利润	10488	15214	24750	35934	47693
毛利率(%)	13.68%	14.47%	16.38%	17.07%	17.12%	归属母公司股东权益合计	28220	33684	37215	48663	60700
净利率(%)	6.20%	5.98%	7.36%	8.23%	8.36%	负债和所有者权益	82928	90741	97093	110155	123736
总资产净利润(%)	5.30%	7.05%	9.35%	9.90%	9.59%	现金流量表					单位:百万元
ROE(%)	15.56%	18.99%	26.23%	23.52%	19.83%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
偿债能力						经营活动现金流	10771	12018	12987	15933	17560
资产负债率(%)	61%	58%	53%	48%	43%	净利润	6652	6964	10630	12477	13118
流动比率						折旧摊销	3479	3319	3704	4042	4214
速动比率						财务费用	942	598	954	864	803
营运能力						应付帐款减少	-377	768	-1134	-1024	-171
总资产周转率	1.36	1.34	1.54	1.46	1.34	预收帐款增加	-153	-3848	2589	127	93
应收账款周转率	32	36	43	34	31	投资活动现金流	-7153	-4878	-3811	-5020	-4618
应付账款周转率	20.74	18.92	19.93	19.52	19.47	公允价值变动收益	1	-25	12	-7	3
每股指标 (元)						长期股权投资减少	-28	-102	-99	-120	-150
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.04	1.59	1.87	1.96	投资收益	54	38	46	46	46
每股净现金流(最新摊薄)	-0.29	0.08	1.13	1.35	1.41	筹资活动现金流	-5368	-6629	-2274	-2629	-4328
每股净资产(最新摊薄)	4.60	5.50	6.07	7.94	9.90	应付债券增加	0	3435	-1082	0	0
估值比率						长期借款增加	-4304	707	0	0	0
P/E	7.43	7.41	4.85	4.14	3.94	普通股增加	3113	0	0	0	0
P/B	1.68	1.41	1.27	0.97	0.78	资本公积增加	10552	0	-6195	0	0
EV/EBITDA	3.75	3.44	2.92	2.15	1.65	现金净增加额	-1751	512	6901	8284	8613

资料来源：公司财报，申港证券研究所

研究助理简介

高亢，上海交通大学硕士，曾就职于多家期货公司负责黑色金属产业链分析工作，擅长从产业细节研究中发掘投资机会，2021年1月加入申港证券。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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**申港证券行业评级体系：增持、中性、减持**

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上