

华菱钢铁 (000932) / 钢铁
三季度净利润环比基本持平
评级: 增持(维持)

市场价格: 5.08

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

分析师: 郭皓

执业证书编号: S0740519070004

电话: 021-20315128

Email: guohao@r.qlzq.com.cn

分析师: 曹云

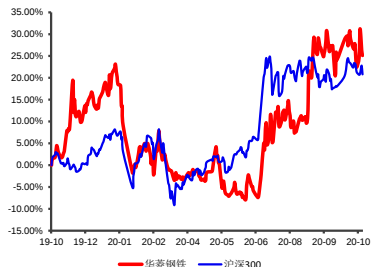
执业证书编号: S0740519070006

电话: 021-20315766

Email: caoyun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	61.29
流通股本(亿股)	42.22
市价(元)	5.08
市值(亿元)	311
流通市值(亿元)	214

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 三季度盈利环比基本持平
- 2 提质增效成果渐显
- 3 二季度盈利环比大幅改善

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	91,368.80	107,321.8	112,466.5	116,305.4	118,670.4
增长率 yoy%	19.19%	17.46%	4.79%	3.41%	2.03%
净利润	6,780.03	4,391.40	6,492.47	6,603.99	7,024.77
增长率 yoy%	-64.53%	-35.23%	47.84%	1.72%	6.37%
每股收益(元)	1.11	1.04	1.06	1.08	1.15
每股现金流量	2.35	1.76	0.63	2.50	1.91
净资产收益率	38.67%	15.56%	19.60%	17.50%	16.47%
P/E	4.59	7.09	4.80	4.71	4.43
PEG	-1.03	1.13	0.41	-1.06	0.71
P/B	1.78	1.10	0.94	0.82	0.73

备注:

投资要点

- **业绩概要:** 公司发布 2020 年第三季度报告, 1-9 月实现营业收入 829.3 亿元, 较调整后同比增 2.4%; 实现归属于上市公司股东净利润 48.37 亿元, 较调整后同比增 39.08%, 折合 EPS 为 0.79 元; 实现扣非后归母净利润 48.21 亿元, 较调整后同比增 38.43%。其中 2020Q3 实现营业收入 308.67 亿元, 较调整后同比增 12.84%; 实现归母净利 18.14 亿元, 较调整后同比增 76.39%, 折合 EPS 为 0.30 元。(注: 2019 年前三季度数据包含收购阳春新钢 51% 股权和华菱节能 100% 股权, 但未包含“三钢”少数股权净利润, 2020 年前三季度数据均包含; 若按同口径模拟计算, 2020 年前三季度归母净利同比降 2%, 2020 Q3 归母净利同比增 26%)
- **吨钢数据:** 公司 Q3 完成铁产量 530 万吨, 钢产量 677 万吨, 材产销量分别为 639 万吨(同比+9.37%)和 645 万吨, 环比增 0.0%、1.35%、2.73%及 0.62%; 前三季度累计完成铁产量 1565 万吨, 钢产量 1976 万吨, 材产销量分别为 1846 万吨(同比+5.93%)和 1829 万吨。以公司披露的经营数据测算, 前三季度钢材销量分别为 543 万吨、641 万吨和 645 万吨, 对应吨钢毛利 684 元、814 元和 629 元, 三季度环比二季度降 185 元, 1-9 月吨钢毛利 703 元, 同比增 71 元; 对应吨钢净利 230 元、318 元及 302 元, 三季度环比二季度降 16 元, 1-9 月吨钢净利 283 元, 同比降 21 元。
- **财务数据:** 2020 年 1-9 月综合毛利率 15.66%, 同比增 2.04PCT, 一方面钢材销量增加 5.93%对冲吨钢售价下滑 3.33%, 营收整体增 2.40%, 另一方面双焦及铁合金价格同比下滑对冲铁矿石价格抬升, 成本端微降 0.02PCT。1-9 月期间费用率 8.09%, 同比增 2.47PCT, 主要源于研发费用归集口径变动, 同比增 281.52%; 1-9 月净利率 6.31%, 同比降 0.25PCT。具体到第三季度来看, Q3 综合毛利率 13.14%, 同比增 0.1PCT, 环比降 5.2PCT, 在钢材销量变动不大的情况下, 毛利率环比降幅较大可能源于内部产品结构灵活调整, 如板材效益好增产板材, 从而提升整体成本, 也可能与二季度盈利基数较高有关; Q3 期间费用率 5.57%, 同比降 0.19PCT, 环比降 4.44PCT, 环比明显下滑或与研发费用季度间调整有关。Q3 净利率 6.31%, 同比增 0.62PCT, 环比降 0.84PCT。
- **三季度冷轧盈利回升最为明显:** 根据我们测算, 不考虑原料库存周期, 2020 Q3 热轧、冷轧、螺纹钢及中厚板平均吨钢毛利分别为 273 元、-44 元、135 元和 46 元, 环比变动 131 元、226 元、-195 元和-101 元, 变动幅度为 99.25%、83.6%、-59.2%和-68.8%。冷轧、热轧吨钢盈利环比均实现较大反弹, 或与下游工程机械及汽车行业高景气度有关。2020 年 9 月, 汽车产销分别完成 252.4 万辆和 256.5 万辆, 环比分别增长 19.1%和 17.4%, 同比分别增长 14.1%和 12.8%。截至 9 月, 汽车产销已连续 6 个月呈现增长, 其中销量已连续 5 个月增速保持在 10%以上。对应公司盈利情况, 产品多以高附加值的超薄高强热轧、冷轧卷板为主的华菱涟钢三季度盈利同比增幅超过 50%, 增长幅度超过公司整体盈利增长水平; 此外汽车板公司前三季度实现净利润 2.34 亿元, 同比增长 59.70%。
- **华菱湘钢拟新建特厚板坯连铸机项目:** 为进一步确立公司在中厚板市场的优势地位, 华菱湘钢拟新建特厚板坯连铸机项目。项目投资总额 4 亿元, 板坯生产规模 120 万吨/年, 计划 2020 年 11 月施工, 预计 2021 年 9 月投产。项目投产不会增加中厚板原有产能, 但有利于提升其中厚板产品整体质量档次, 并提高中厚板产量及成材率, 降低生产成本, 满足市场对特宽、特厚、特殊性能等高端中厚板的需求, 从而更好的发挥现有产线的产能利用率, 提升整体竞争力。

- **投资建议：**作为中南地区的钢材龙头企业，经过近年来的持续挖潜增效，公司盈利能力已明显领先于行业平均水平。虽然中长期地产投资面临回归风险，但公司自身改善或部分对冲行业盈利下滑压力，预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 64.9 亿元、66.0 亿元和 70.2 亿元，折合 EPS 为 1.06 元、1.08 元和 1.15 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给端压力持续增加。

图表 1: 财务预测
损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	91,369	107,322	112,467	116,305	118,670
增长率	19.2%	17.5%	4.8%	3.4%	2.0%
营业成本	-75,285	-92,636	-93,685	-96,766	-98,485
% 销售收入	82.4%	86.3%	83.3%	83.2%	83.0%
毛利	16,083	14,685	18,782	19,539	20,186
% 销售收入	17.6%	13.7%	16.7%	16.8%	17.0%
营业税金及附加	-806	-757	-843	-884	-926
% 销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-1,450	-1,551	-1,462	-1,570	-1,614
% 销售收入	1.6%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%
管理费用	-2,268	0	-7,085	-7,560	-7,714
% 销售收入	2.5%	0.0%	6.3%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	11,559	12,378	9,391	9,525	9,933
% 销售收入	12.7%	11.5%	8.4%	8.2%	8.4%
财务费用	-1,538	-942	-679	-527	-353
% 销售收入	1.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.3%
资产减值损失	211	-12	13	199	205
公允价值变动收益	-4	1	13	13	13
投资收益	87	54	55	65	58
% 税前利润	0.9%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%
营业利润	10,316	11,479	8,793	9,276	9,857
营业利润率	11.3%	10.7%	7.8%	8.0%	8.3%
营业外收支	-106	-110	-88	-49	-54
税前利润	10,209	11,369	8,705	9,227	9,802
利润率	11.2%	10.6%	7.7%	7.9%	8.3%
所得税	-731	-1,128	-1,302	-1,324	-1,409
所得税率	7.2%	9.9%	15.0%	14.4%	14.4%
净利润	8,604	6,652	7,378	7,505	7,983
少数股东损益	1,824	2,260	885	901	958
归属于母公司的净利润	6,780	4,391	6,492	6,604	7,025
净利率	7.4%	4.1%	5.8%	5.7%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	8,604	6,652	7,378	7,505	7,983
加: 折旧和摊销	3,013	3,479	3,521	3,711	4,041
资产减值准备	211	190	0	0	0
公允价值变动损失	4	-1	13	13	13
财务费用	1,715	1,020	679	527	353
投资收益	-87	-36	-55	-65	-58
少数股东损益	1,824	2,260	885	901	958
营运资金的变动	-1,981	-12,189	-7,656	3,638	-626
经营活动现金净流	14,402	10,771	3,880	15,329	11,705
固定资本投资	680	-5,150	-2,279	-2,082	-3,328
投资活动现金净流	1,370	-7,153	-2,695	-2,652	-3,939
股利分配	0	0	-1,558	-1,981	-2,107
其他	-11,086	-5,368	693	-10,456	-5,512
筹资活动现金净流	-11,086	-5,368	-865	-12,437	-7,619
现金净流量	4,685	-1,751	320	239	147

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,717	6,685	7,005	7,244	7,391
应收款项	10,128	4,195	9,551	7,895	9,246
存货	7,435	8,497	7,638	9,565	8,491
其他流动资产	4,383	13,371	13,453	14,296	14,069
流动资产	30,663	32,747	37,647	39,000	39,197
% 总资产	40.8%	39.5%	43.3%	44.7%	44.8%
长期投资	342	356	408	454	513
固定资产	38,670	42,163	39,926	37,527	35,740
% 总资产	51.4%	50.8%	45.9%	43.0%	40.9%
无形资产	4,014	4,570	4,851	5,281	5,719
非流动资产	44,573	50,181	49,365	48,326	48,250
% 总资产	59.2%	60.5%	56.7%	55.3%	55.2%
资产总计	75,235	82,928	87,012	87,326	87,448
短期借款	12,653	15,755	18,054	9,326	4,211
应付款项	17,368	20,858	17,825	22,619	22,077
其他流动负债	8,109	10,741	10,646	10,538	10,431
流动负债	38,129	47,355	46,524	42,482	36,719
长期贷款	6,327	2,023	1,157	0	0
其他长期负债	4,539	1,023	1,013	1,002	1,012
负债	48,994	50,400	48,694	43,485	37,731
普通股股东权益	17,533	28,220	33,125	37,747	42,665
少数股东权益	8,709	4,308	5,193	6,094	7,052
负债股东权益合计	75,235	82,928	87,012	87,326	87,448

比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	1.11	0.72	1.06	1.08	1.15
每股净资产 (元)	2.86	4.60	5.40	6.16	6.96
每股经营现金净流 (元)	2.35	1.76	0.63	2.50	1.91
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.25	0.32	0.34
回报率					
净资产收益率	38.67%	15.56%	19.60%	17.50%	16.47%
总资产收益率	11.44%	8.02%	8.48%	8.59%	9.13%
投入资本收益率	32.52%	21.25%	18.00%	15.55%	17.82%
增长率					
营业总收入增长率	19.19%	17.46%	4.79%	3.41%	2.03%
EBIT 增长率	60.61%	8.88%	-24.10%	-0.44%	4.19%
净利润增长率	-64.53%	-35.23%	47.84%	1.72%	6.37%
总资产增长率	0.41%	10.23%	4.92%	0.36%	0.14%
资产管理能力					
应收账款周转天数	12.1	11.6	9.0	13.0	11.0
存货周转天数	29.9	26.7	25.8	26.6	27.4
应付账款周转天数	22.5	20.1	20.0	22.0	25.0
固定资产周转天数	154.6	135.6	131.4	119.9	111.1
偿债能力					
净负债/股东权益	52.32%	46.23%	42.25%	13.94%	4.86%
EBIT 利息保障倍数	7.4	13.2	13.9	17.8	27.8
资产负债率	65.12%	60.78%	55.96%	49.80%	43.15%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。