

华菱钢铁（000932.SZ）—2023 年三季度报点评

高端化、绿色化，业绩有韧性

增持

核心观点

三季度业绩仍具韧性。2023 年前三季度，在行业需求弱势运行，原燃料价格相对强势的背景下，公司凭借产品优势以及极致降本，表现出较强的盈利韧性，业绩稳定性得到反复验证。实现营业总收入 1202.72 亿元，同比下降 3.66%，归母净利润 41.05 亿元，同比下降 20.0%。三季度单季，公司实现营业收入 407.15 亿元，环比增长 2.66%，归母净利润 15.37 亿元，环比下降 18.24%。

品种钢销量提升，成本传导能力不断加强。公司长期注重研发投入，持续推进产品高端化转型。前三季度，公司发生研发费用 46.61 亿元，在申万钢铁板块中居于首位。持续的研发投入助力公司品种钢销量提升，上半年公司完成钢材销量 1350 万吨，其中品种钢 854 万吨，占比达 63%。品种钢是兼具技术门槛和超额盈利的钢材产品，主要面向工业制造业领域，基本是以销定产，以直供客户为主，多为小批量、多规格、定制化订单。对工艺装备和技术创新要求更高，因此与客户合作粘性更强，拥有相对稳定的盈利能力。

产线装备绿色化升级。随着产业发展，环保要求持续提升。为顺应产业绿色化趋势，华菱涟钢计划投资 10.7 亿元用于实施炼铁厂烧结机节能环保升级改造项

目，项目建成投产有利于进一步降低铁前生产成本、提高劳动生产率，配套环保设施有助于减少烧结工序粉尘颗粒物、二氧化硫和氮氧化物等污染物排放，符合国家超低排放的环保政策要求。此外，涟钢还计划投资 5.5 亿元，用于建设炼铁厂老线综合料场环保转型升级改造项目。

奖惩机制深化，极致降本增效。公司持续深化“硬约束、强激励”机制。公司同时实行与业绩指标挂钩的市场化薪酬以及“年度综合考核、尾数淘汰”。多项举措下，近年来人均产钢量持续提升，工序降本、能源降本等均有明显成效。随着资产结构优化，截至 2023 年三季度末，公司资产负债率降至 51.8%。期间费用保持较低水平，前三季度公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用占营业总收入比重分别为 0.26%、1.10%、3.88%、0.02%。

风险提示：需求端出现超预期下滑；产量管控力度不及预期；原材料价格波动超预期。

投资建议：公司品种钢占比提升，降本增效成果显著，业绩稳居行业第一梯队。考虑到原燃料价格强势，我们下调原业绩预测。预计公司 2023-2025 年营业收入 1654/1700/1721 亿元，同比增速-1.9%/2.8%/1.3%，归母净利润 54.7/60.4/68.0 亿元，同比增速-14.2%/10.3%/12.7%；摊薄 EPS 为 0.79/0.87/0.98 元，当前股价对应 PE 为 7.4/6.7/5.9x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	171,575	168,637	165,361	169,969	172,138
(+/-%)	47.2%	-1.7%	-1.9%	2.8%	1.3%
净利润(百万元)	9680	6379	5474	6039	6804
(+/-%)	51.4%	-34.1%	-14.2%	10.3%	12.7%
每股收益(元)	1.40	0.92	0.79	0.87	0.98
EBIT Margin	7.0%	5.1%	4.2%	4.5%	5.0%
净资产收益率(ROE)	21.3%	12.8%	10.2%	10.4%	10.8%
市盈率(PE)	4.2	6.3	7.4	6.7	5.9
EV/EBITDA	6.3	8.6	9.5	8.7	8.0
市净率(PB)	0.89	0.81	0.75	0.69	0.64

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

公司研究·财报点评

钢铁·普钢

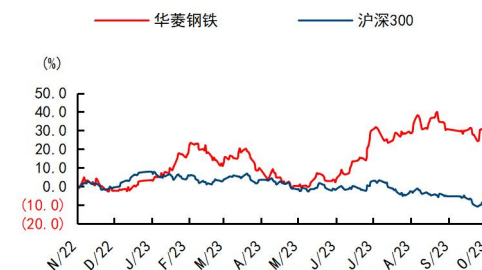
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：冯思宇
010-88005314
fengsiyu@guosen.com.cn
S0980519070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	5.83 元
总市值/流通市值	40277/40277 百万元
52 周最高价/最低价	6.43/3.93 元
近 3 个月日均成交额	342.73 百万元

市场走势



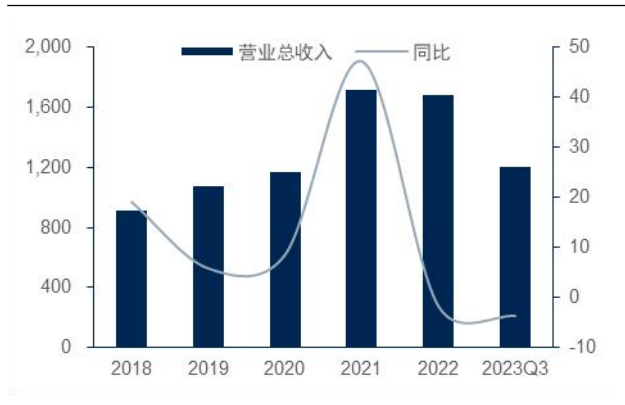
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华菱钢铁（000932.SZ）—2023 年中报点评—产品装备升级，奖惩机制深化，业绩韧性突出》——2023-08-24
- 《华菱钢铁（000932.SZ）—2022 年年报点评：业绩稳健，汽车板公司业绩亮眼》——2023-03-27
- 《华菱钢铁（000932.SZ）—2022 年三季度点评：业绩稳定性反复验证》——2022-10-31
- 《华菱钢铁（000932.SZ）—2022 年中报点评：产品升级，行稳致远》——2022-08-25
- 《华菱钢铁（000932.SZ）—2022 年半年报业绩预告点评：行业低迷，业绩韧性凸显》——2022-07-17

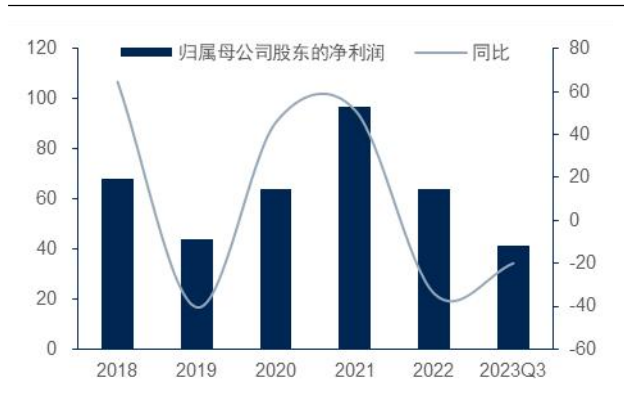
三季度业绩仍具韧性。2023 年前三季度，在行业需求弱势运行，原燃料价格相对强势的背景下，公司凭借产品优势以及极致降本，表现出较强的盈利韧性，业绩稳定性得到反复验证。实现营业总收入 1202.72 亿元，同比下降 3.66%，归母净利润 41.05 亿元，同比下降 20.0%。三季度单季，公司实现营业总收入 407.15 亿元，环比增长 2.66%，归母净利润 15.37 亿元，环比下降 18.24%。

图1：公司营业收入情况（亿元，%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润情况（亿元，%）



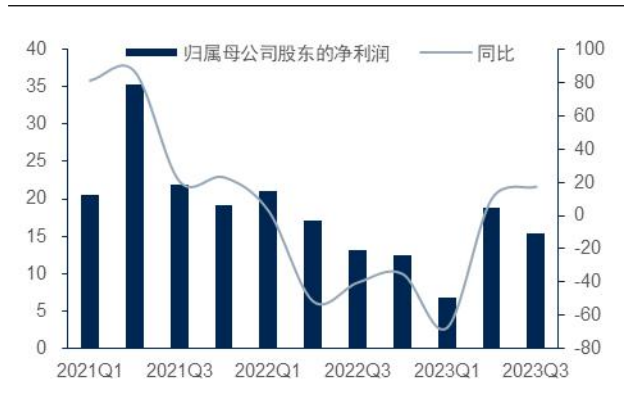
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入（亿元，%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润（亿元，%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

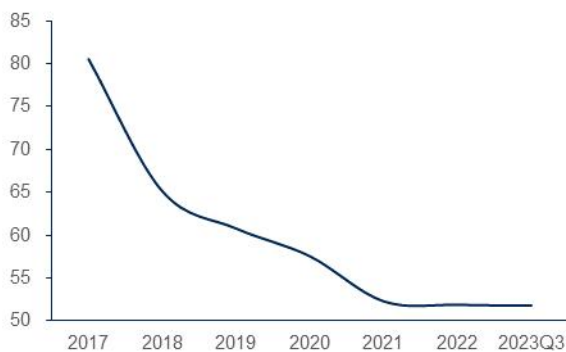
品种钢销量提升，成本传导能力不断加强。公司长期注重研发投入，持续推进产品高端化转型。前三季度，公司发生研发费用 46.61 亿元，在申万钢铁板块中居于首位。持续的研发投入助力公司品种钢销量提升，上半年公司完成钢材销量 1350 万吨，其中品种钢 854 万吨，占比达 63%。品种钢是兼具技术门槛和超额盈利的钢材产品，主要面向工业制造业领域，基本是以销定产，以直供客户为主，多为小批量、多规格、定制化订单。对工艺装备和技术创新要求更高，因此与客户合作粘性更强，拥有相对稳定的盈利能力。

产线装备绿色化升级。随着产业发展，环保要求持续提升。为顺应产业绿色化趋势，华菱涟钢计划投资 10.7 亿元用于实施炼铁厂烧结机节能环保升级改造项目，项目建成投产有利于进一步降低铁前生产成本、提高劳动生产率，配套环保设施有助于减少烧结工序粉尘颗粒物、二氧化硫和氮氧化物等污染物排放，符合国家超低排放的环保政策要求。此外，涟钢还计划投资 5.5 亿元，用于建设炼铁厂老

线综合料场环保转型升级改造项目，项目建成后，现有烧结料场实现封闭改造，可解决露天存放的原料风损和雨损，各种原料的含水率也趋于稳定，有利于烧结机稳顺生产。料场智能化升级改造有利于进一步提升管理效率，降低生产运行和管理成本。

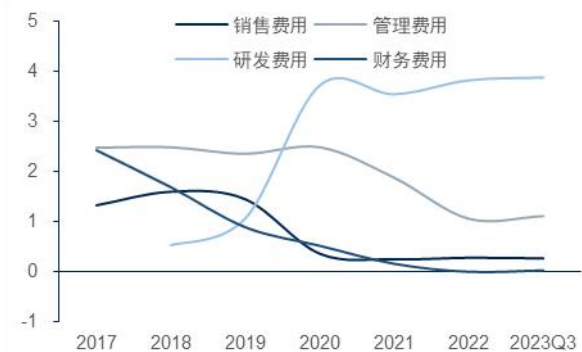
奖惩机制深化，极致降本增效。公司持续深化“硬约束、强激励”机制。一方面，公司实行与业绩指标挂钩的市场化薪酬，子公司管理层和员工薪酬水平在当地具有明显的竞争力和激励作用。另一方面，坚持“年度综合考核、尾数淘汰”，对绩效指标未达到70%的干部，就地免职，年“末位淘汰”干部比例保持在5%左右。多项举措下，近年来人均产钢量持续提升，工序降本、能源降本等均有明显成效。随着资产结构优化，截至2023年三季度末，公司资产负债率降至51.8%。期间费用保持较低水平，前三季度公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用占营业收入比重分别为0.26%、1.10%、3.88%、0.02%。

图5: 公司资产负债率 (%)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用占比 (%)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司品种钢占比提升，降本增效成果显著，业绩稳居行业第一梯队。考虑到原燃料价格强势，我们下调原业绩预测。预计公司2023-2025年营业收入1654/1700/1721亿元(原预测1667/1659/1666亿元)，同比增速-1.9%/2.8%/1.3%，归母净利润54.7/60.4/68.0亿元(原预测69.6/73.5/78.7亿元)，同比增速-14.2%/10.3%/12.7%；摊薄EPS为0.79/0.87/0.98元，当前股价对应PE为7.4/6.7/5.9x，维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PB	投资 评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(LF)	
000932	华菱钢铁	5.83	402.77	0.92	0.79	0.87	0.98	6.31	7.36	6.67	5.92	12.77	0.77	增持
600019	宝钢股份	6.26	1,393.61	0.55	0.47	0.52	0.56	11.44	13.35	11.97	11.17	6.26	0.71	买入
600282	南钢股份	3.80	234.27	0.35	0.38	0.42	0.45	10.84	9.98	9.08	8.48	8.29	0.90	增持

资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7706	11159	12688	16332	21622	营业收入	171575	168637	165361	169969	172138
应收款项	5758	5238	5210	5355	5424	营业成本	149173	150745	149223	152858	154052
存货净额	11366	12262	12037	12317	12398	营业税金及附加	756	666	661	680	689
其他流动资产	20017	18203	18190	18697	18935	销售费用	407	461	413	425	430
流动资产合计	50041	58334	59596	64172	69851	管理费用	3215	1765	1836	1882	1903
固定资产	50938	55741	56317	56653	56774	研发费用	6078	6441	6284	6459	6541
无形资产及其他	4498	4551	4369	4187	4005	财务费用	263	(18)	91	89	(36)
投资性房地产	537	338	338	338	338	投资收益	133	147	150	150	150
长期股权投资	545	726	876	1026	1176	资产减值及公允价值变动	57	20	20	20	20
资产总计	106559	119690	121496	126377	132144	其他收入	76	(30)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	12373	5262	4000	3000	3000	营业利润	11950	8714	7023	7747	8729
应付款项	18310	26416	24074	24634	24796	营业外净收支	(6)	(40)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	22945	18320	19307	19758	19890	利润总额	11944	8673	7018	7742	8724
流动负债合计	53629	49997	47381	47392	47686	所得税费用	1477	999	842	929	1047
长期借款及应付债券	1123	10913	10913	10913	10913	少数股东损益	788	1296	702	774	872
其他长期负债	958	1187	1287	1387	1487	归属于母公司净利润	9680	6379	5474	6039	6804
长期负债合计	2080	12100	12200	12300	12400	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	55709	62097	59581	59692	60086	净利润	9680	6379	5474	6039	6804
少数股东权益	5441	7653	8145	8687	9297	资产减值准备	(4)	67	8	6	3
股东权益	45410	49939	53771	57998	62761	折旧摊销	3224	3376	3618	3860	4078
负债和股东权益总计	106559	119690	121496	126377	132144	公允价值变动损失	(57)	(20)	(20)	(20)	(20)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	263	(18)	91	89	(36)
每股收益	1.40	0.92	0.79	0.87	0.98	营运资本变动	(2802)	5413	(980)	185	9
每股红利	0.27	0.39	0.24	0.26	0.30	其它	640	683	484	536	607
每股净资产	6.57	7.23	7.78	8.39	9.08	经营活动现金流	10680	15898	8583	10605	11482
ROIC	18.86%	12.84%	10%	12%	14%	资本开支	0	(8121)	(4000)	(4000)	(4000)
ROE	21.32%	12.77%	10%	10%	11%	其它投资现金流	(1467)	(6276)	0	0	0
毛利率	13%	11%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(1621)	(14578)	(4150)	(4150)	(4150)
EBIT Margin	7%	5%	4%	5%	5%	权益性融资	110	1248	0	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	6%	7%	7%	负债净变化	(1607)	9790	0	0	0
收入增长	47%	-2%	-2%	3%	1%	支付股利、利息	(1872)	(2685)	(1642)	(1812)	(2041)
净利润增长率	51%	-34%	-14%	10%	13%	其它融资现金流	(2046)	(13324)	(1262)	(1000)	0
资产负债率	57%	58%	56%	54%	53%	融资活动现金流	(8894)	2134	(2904)	(2812)	(2041)
股息率	4.6%	6.7%	4.1%	4.5%	5.1%	现金净变动	165	3454	1528	3644	5290
P/E	4.2	6.3	7.4	6.7	5.9	货币资金的期初余额	7541	7706	11159	12688	16332
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	货币资金的期末余额	7706	11159	12688	16332	21622
EV/EBITDA	6.3	8.6	9.5	8.7	8.0	企业自由现金流	0	8241	4748	6791	7587
						权益自由现金流	0	4708	3230	5625	7530

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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