

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

增持

核心观点

二季度业绩相对稳定。受地产产业链用钢需求大幅下滑以及疫情等因素影响，二季度钢铁行业盈利快速恶化。但公司凭借品种优势，积极把握下游市场机遇，内部生产经营指标稳中有进。上半年，公司预计实现归属于上市公司股东的净利润36-40亿元，同比下降28%-35%；其中，二季度单季预计实现归属于上市公司股东的净利润15-19亿元，环比下降11%-29%，公司业绩稳定性得到反复验证。

板管棒线均衡发展，品种结构持续优化。公司产品种类齐全，下游行业覆盖均衡。近年来，公司通过产线结构升级以及研发投入增长，实现了品种钢销量的不断提升，2021年完成品种钢销量1410万吨，占比由2016年32%提升至2021年55%，品种结构逐步迈向中高端。分产品来看，宽厚板方面，继续巩固在造船、海工、基建桥梁、风电等下游细分市场的竞争优势；薄板方面，进一步延伸产业链、提高深加工能力，新建主要定位中高牌号无取向硅钢及取向硅钢项目，加速汽车板二期的投产，以满足新能源汽车等领域高速增长的需求；线棒材方面，积极推动品种由“优钢”向“特钢”转型；无缝钢管方面，加大炼钢系统的升级改造，提升在油气、机加工、压力容器等领域的竞争力。随着公司产品附加值的提升，抵抗周期波动能力有望持续加强。

行业持续减产，静候政策落地改善需求。年初以来，在需求弱现实与强预期的博弈下，钢材价格走势一波三折。6月随着市场信心溃败，黑色系现货价格大幅下挫，原料价格的下行进一步加速了钢价的下跌。随之行业盈利快速恶化，截至7月15日，Mysteel数据显示钢厂盈利率为13.85%，已连续四周低于20%。行业亏损面扩大下，钢厂检修停工意愿提升，行业开工率呈下降趋势。从短期来看，需求弱化对行业仍存在较大冲击；但从中长期来看，随着稳增长政策逐步落地，钢材消费存在改善预期，且在供给有顶的格局下，黑色产业链利润有望再度向钢厂端倾斜。

风险提示：需求端出现超预期下滑；粗钢产量压减政策落地力度不及预期；原材料价格波动超预期。

投资建议：近期行业经营压力较大，但公司作为龙头企业，高端产品优质，运营效率持续提升，盈利能力不断改善，我们维持原业绩预测。预计公司2022-2024年营业收入1671/1657/1655亿元，同比增速-2.6/-0.9/-0.1%，归母净利润93.8/94.8/95.6亿元，同比增速-3.1/1.1/0.9%；摊薄EPS为1.36/1.37/1.38元，当前股价对应PE为3.4/3.4/3.3x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	116,528	171,575	167,142	165,664	165,460
(+/-%)	8.6%	47.2%	-2.6%	-0.9%	-0.1%
净利润(百万元)	6395	9680	9376	9476	9559
(+/-%)	45.6%	51.4%	-3.1%	1.1%	0.9%
每股收益(元)	1.04	1.40	1.36	1.37	1.38
EBIT Margin	7.3%	7.0%	7.3%	7.3%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	19.0%	21.3%	17.9%	15.9%	14.3%
市盈率 (PE)	4.4	3.3	3.4	3.4	3.3
EV/EBITDA	6.8	5.8	5.4	5.2	5.0
市净率 (PB)	0.84	0.70	0.61	0.53	0.48

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	4.60元
总市值/流通市值	31781/26303百万元
52周最高价/最低价	9.22/4.60元
近3个月日均成交额	594.05百万元

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）-2021年报及2022年一季报点评：业绩稳居行业第一梯队》——2022-05-04

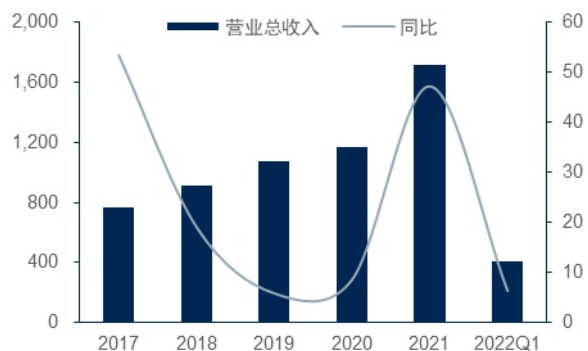
《华菱钢铁-000932-2021年三季报点评：聚焦结构升级，打造精品基地》——2021-10-26

《华菱钢铁-000932-2021年中报点评：提质增效，稳居行业第一梯队》——2021-08-30

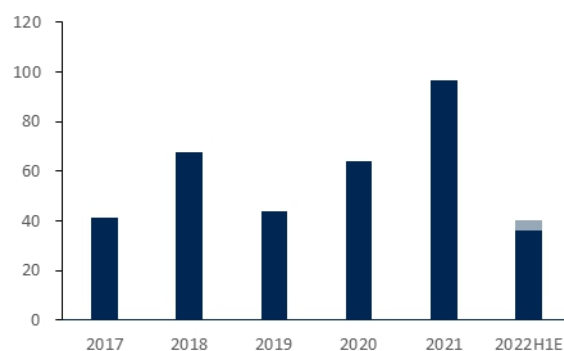
《华菱钢铁-000932-2020年年报点评：产能深入挖潜，盈利能力处行业领先》——2021-04-01

《华菱钢铁-000932-2019年年报点评：区域龙头优势明显，运营效率持续提升》——2020-03-20

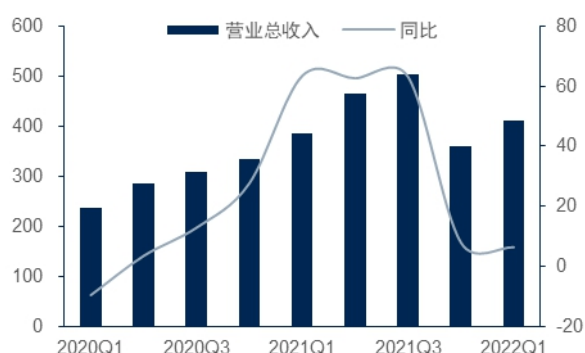
二季度业绩相对稳定。受地产产业链用钢需求大幅下滑以及疫情等因素影响，二季度钢铁行业盈利快速恶化。但公司凭借品种优势，积极把握下游市场机遇，内部生产经营指标稳中有进。上半年，公司预计实现归属于上市公司股东的净利润36-40亿元，同比下降28%-35%；其中，二季度单季预计实现归属于上市公司股东的净利润15-19亿元，环比下降11%-29%，公司业绩稳定性得到反复验证。

图1：公司营业收入情况（亿元，%）


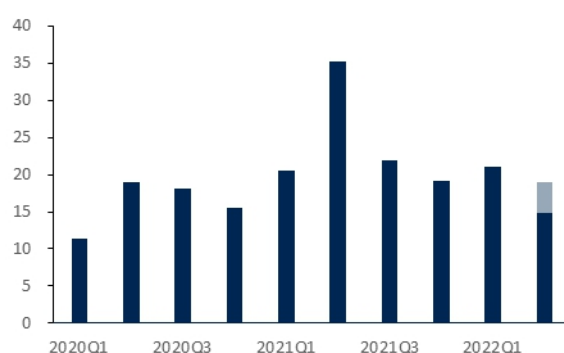
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

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，%）


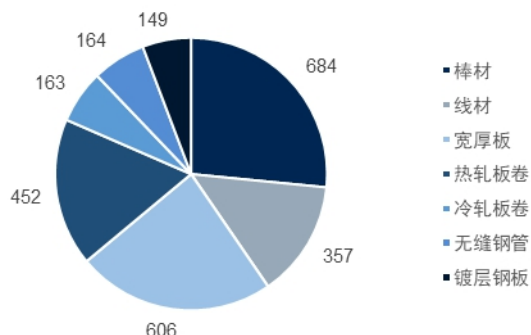
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

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

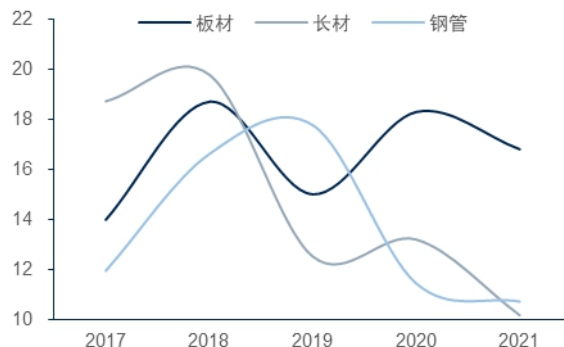
板管棒线均衡发展，品种结构持续优化。公司产品种类齐全，下游行业覆盖均衡。近年来，公司通过产线结构升级以及研发投入增长，实现了品种钢销量的不断提升，2021年完成品种钢销量1410万吨，占比由2016年32%提升至2021年55%，品种结构逐步迈向中高端。分产品来看，宽厚板方面，继续巩固在造船、海工、高建桥梁、风电等下游细分市场的竞争优势；薄板方面，进一步延伸产业链、提高深加工能力，新建主要定位中高牌号无取向硅钢及取向硅钢项目，加速汽车板二期的投产，以满足新能源汽车等领域高速增长的需求；线棒材方面，积极推动品种由“优钢”向“特钢”转型；无缝钢管方面，加大炼钢系统的升级改造，提升在油气、机加工、压力容器等领域的竞争力。随着公司产品附加值的提升，抵抗周期波动能力有望持续加强。

图5: 2021 年分产品销量 (万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

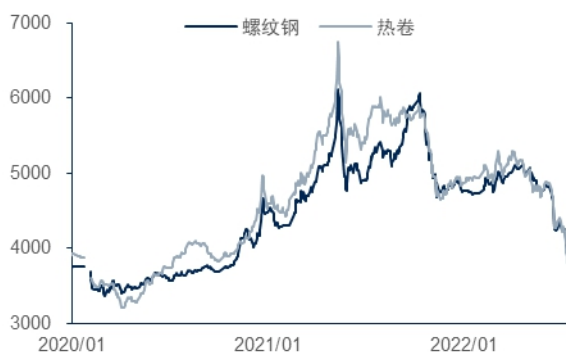
图6: 分产品毛利率情况 (%)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

行业持续减产，静候政策落地改善需求。年初以来，在需求弱现实与强预期的博弈下，钢材价格走势一波三折。6月随着市场信心溃败，黑色系期现货价格大幅下挫，原料价格的下行进一步加速了钢价的下跌。随之行业盈利快速恶化，截至7月15日，Mysteel 数据显示钢厂盈利率为13.85%，已连续四周低于20%。行业亏损面扩大下，钢厂检修停工意愿提升，行业开工率呈下降趋势。从短期来看，需求弱化对行业仍存在较大冲击；但从中长期来看，随着稳增长政策逐步落地，钢材消费存在改善预期，且在供给有顶的格局下，黑色产业链利润有望再度向钢厂端倾斜。

图7: 钢材价格走势 (元/吨)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图8: 盈利钢厂占比 (%)



资料来源: Mysteel、国信证券经济研究所整理

投资建议: 近期行业经营压力较大，但公司作为龙头企业，高端产品优质，运营效率持续提升，盈利能力不断改善，我们维持原业绩预测。预计公司2022-2024年营业收入1671/1657/1655亿元，同比增速-2.6/-0.9/-0.1%，归母净利润93.8/94.8/95.6亿元，同比增速-3.1/1.1/0.9%；摊薄EPS为1.36/1.37/1.38元，当前股价对应PE为3.4/3.4/3.3x，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
		220715	亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(LF)	
000932	华菱钢铁	4.60	317.80	1.40	1.36	1.37	1.38	3.29	3.38	3.36	3.33	21.32	0.67	增持
600019	宝钢股份	5.74	1,278.21	1.06	0.91	0.96	1.04	5.42	6.31	5.98	5.52	12.38	0.66	买入
600782	新钢股份	4.51	143.81	1.36	1.29	1.31	1.32	3.32	3.50	3.44	3.42	16.15	0.51	增持
600282	南钢股份	3.04	187.35	0.66	0.71	0.74	0.79	4.61	4.28	4.11	3.85	15.50	0.69	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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	7541	7706	11814	16778	23096	营业收入	116528	171575	167142	165664	165460
应收款项	3802	5758	5495	5446	5440	营业成本	99664	149173	144968	143602	143445
存货净额	10605	11366	11726	11592	11560	营业税金及附加	669	756	735	729	728
其他流动资产	13145	20017	18386	18223	18201	销售费用	409	407	384	381	381
流动资产合计	38820	50041	52615	57234	63492	管理费用	2891	3215	3021	2996	2993
固定资产	46481	50938	51911	52626	53115	研发费用	4333	6078	5850	5798	5791
无形资产及其他	4593	4498	4318	4138	3958	财务费用	598	263	338	187	45
投资性房地产	456	537	537	537	537	投资收益	38	133	100	100	100
长期股权投资	391	545	695	845	995	资产减值及公允价值变动	8	57	20	20	20
资产总计	90741	106559	110076	115381	122097	其他收入	106	76	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	10710	12373	10000	8000	7000	营业利润	8117	11950	11964	12091	12197
应付款项	15758	18310	17588	17387	17340	营业外净收支	(85)	(6)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	18695	22945	21883	21634	21576	利润总额	8032	11944	11959	12086	12192
流动负债合计	45163	53629	49472	47022	45915	所得税费用	1067	1477	1794	1813	1829
长期借款及应付债券	6164	1123	1123	1123	1123	少数股东损益	569	788	789	797	804
其他长期负债	888	958	1008	1058	1108	归属于母公司净利润	6395	9680	9376	9476	9559
长期负债合计	7052	2080	2130	2180	2230	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	52215	55709	51602	49202	48146	净利润	6395	9680	9376	9476	9559
少数股东权益	4841	5441	6032	6630	7233	资产减值准备	(123)	(4)	5	4	3
股东权益	33684	45410	52442	59549	66718	折旧摊销	3319	3224	3222	3480	3709
负债和股东权益总计	90741	106559	110076	115381	122097	公允价值变动损失	(8)	(57)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	598	263	338	187	45
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	2362	(2802)	(194)	(51)	7
每股收益	1.04	1.40	1.36	1.37	1.38	其它	473	640	586	594	601
每股红利	0.40	0.27	0.34	0.34	0.35	经营活动现金流	12419	10680	12976	13483	13858
每股净资产	5.50	6.57	7.59	8.62	9.66	资本开支	0	(7592)	(4000)	(4000)	(4000)
ROIC	13.69%	18.86%	18%	18%	18%	其它投资现金流	(816)	(1467)	0	0	0
ROE	18.99%	21.32%	18%	16%	14%	投资活动现金流	(918)	(9214)	(4150)	(4150)	(4150)
毛利率	14%	13%	13%	13%	13%	权益性融资	77	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	707	(1607)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(2464)	(1872)	(2344)	(2369)	(2390)
收入增长	9%	47%	-3%	-1%	-0%	其它融资现金流	(7207)	5657	(2373)	(2000)	(1000)
净利润增长率	46%	51%	-3%	1%	1%	融资活动现金流	(10644)	(1301)	(4718)	(4369)	(3390)
资产负债率	63%	57%	52%	48%	45%	现金净变动	856	165	4108	4964	6318
股息率	7.8%	5.9%	7.4%	7.5%	7.5%	货币资金的期初余额	6685	7541	7706	11814	16778
P/E	4.4	3.3	3.4	3.4	3.3	货币资金的期末余额	7541	7706	11814	16778	23096
P/B	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	企业自由现金流	0	3299	9383	9764	10020
EV/EBITDA	6.8	5.8	5.4	5.2	5.0	权益自由现金流	0	7349	6722	7605	8981

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

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