华菱钢铁（000932.SZ）2021 年报及 2022 年一季报点评

产品优化升级加快，业绩符合预期

2022 年 05 月 02 日

推荐 首次评级

当前价格： 5.84 元

分析师： 邱祖学
执业证号：S0100521120001
邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：孙二春
执业证号：S0100121120036
邮箱：sunerchun@mszq.com

➢ **事件概述：4 月 29 日，公司发布 2021 年报与 2022 年一季报：**2021 年，公司实现营收 1715.75 亿元，同比增长 47.24%；归母净利润 96.8 亿元，同比增长 51.36%；扣非归母净利 95.74 亿元，同比增长 50.17%。**2021Q4，**公司实现营收 360.55 亿元，同比增长 7.91%、环比减少 28.56%；归母净利润 19.16 亿元，同比增长 23.00%、环比减少 12.49%；扣非归母净利 18.45 亿元，同比增长 18.73%、环比减少 15.00%。**2022Q1，**公司实现营收 411.05 亿元，同比增长 6.36%、环比增长 14.01%；归母净利润 21.11 亿元，同比增长 2.82%、环比增长 10.21%；扣非归母净利润 20.49 亿元，同比增长 0.12%、环比增长 11.06%。

➢ **点评：公司产销量稳步增加，Q1 业绩符合预期**

① **量：2021 年公司产销量稳步增长。**公司 2021 年钢铁产品产量 2557 万吨，同比增长 1.65%，销量为 2575 万吨，同比增长 2.48%。

② **价：原料涨幅明显，公司全年毛利率下滑。**2021 年钢材主要原材料铁矿石价格同比+49.06%，主焦煤价格同比+80.75%，焦炭价格+50.08%，废钢价格+29.69%。由于原料大幅上涨，公司 2021 年毛利率下滑 1.42pct 至 13.06%。分季度看，Q4 毛利环比下滑 2.22 亿元，主要由于钢材价格回落所致。

③ **2022Q1，公司归母净利润环比同比均有所提升。**主要的增利点在于毛利、其他/投资收益和所得税；主要的减利点包括费用与税金及公允价值变动

➢ **未来核心看点：区域龙头，产品结构优化加快**

① **区域龙头，南方精品钢材生产基地。**公司在湖南省湘潭市、娄底市、衡阳市、广东省阳江市设有生产基地，拥有全流程技术装备，产品结构齐全、下游覆盖行业广泛。公司积极推动品种结构从“中低端”向“中高端”转变，加快产线结构升级，加大研发投入。2021 年，公司共 13 个大类品种 61 个钢种替代“进口”，完成重点品种钢销量 1,410 万吨，占比 55%，较 2020 年提升 3 个百分点。

② **公司投资冷轧硅钢项目，产品结构优化升级。**随着硅钢应用场景的拓宽及市场对于中高牌号硅钢需求不断增长，公司全资子公司湖南华菱涟源钢铁有限公司拟新建冷轧硅钢产品一期工程项目，项目交易额 31.37 亿元，建设周期 32 个月，项目达产后将实现年产 40 万吨无取向硅钢、20 万吨无取向硅钢冷硬卷、18 万吨取向硅钢冷硬卷。这一项目有利于进一步优化升级产品结构，提升公司的市场竞争力，加快推进华菱涟钢成为国内最具竞争力的冷轧硅钢生产基地。

➢ **盈利预测与投资建议：**公司作为湖南龙头企业，产品结构不断优化升级，我们预计公司 2022-24 年将分别实现归母净利润 96.99/101.92/113.52 亿元，对应 4 月 29 日收盘价，PE 分别为 4、4 和 4 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➢ **风险提示：**原材料价格高位波动，下游需求不及预期，新冠疫情持续影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	171,575	172,545	178,636	180,114
增长率（%）	47.2	0.6	3.5	0.8
归属母公司股东净利润（百万元）	9,680	9,699	10,192	11,352
增长率（%）	51.4	0.2	5.1	11.4
每股收益（元）	1.40	1.40	1.48	1.64
PE	4	4	4	4
PB	0.8	0.7	0.6	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价）

目录

1 事件概述：公司公布 2021 年年报及 2022 年一季报.....3
2 点评：公司产销量稳步增加，Q1 业绩符合预期.....4
2.1 公司产销量稳步增加，全年毛利率小幅下滑.....4
2.2 2022Q1 业绩符合预期，创历史同期最高.....7
3 核心看点：区域龙头，产品结构优化加快.....8
4 盈利预测与投资建议.....9
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....9
4.2 估值分析与投资建议.....10
5 风险提示.....11
插图目录.....13
表格目录.....13

1 事件概述：公司公布 2021 年年报及 2022 年一季报

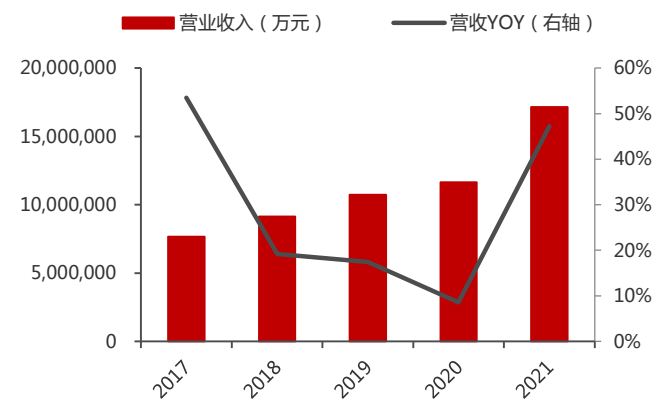
公司公布 2021 年年报：2021 年，公司实现营收 1715.75 亿元，同比增长 47.24%；受下游行业钢材需求大幅增长与国内外钢材价格大幅上涨，公司营业收入较上年同期大幅增长；归母净利润 96.8 亿元，同比增长 51.36%；扣非归母净利 95.74 亿元，同比增长 50.17%。

分季度来看：

2021Q4，公司实现营收 360.55 亿元，同比增长 7.91%、环比减少 28.56%；归母净利润 19.16 亿元，同比增长 23.00%、环比减少 12.49%；扣非归母净利 18.45 亿元，同比增长 18.73%、环比减少 15.00%。

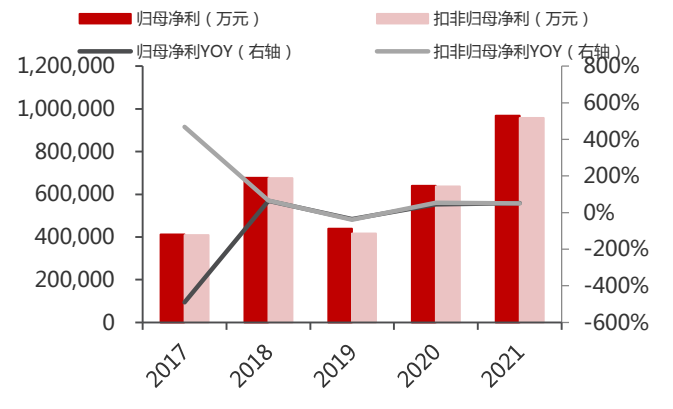
2022Q1，公司实现营收 411.05 亿元，同比增长 6.36%、环比增长 14.01%；归母净利润 21.11 亿元，同比增长 2.82%、环比增长 10.21%；扣非归母净利 20.49 亿元，同比增长 0.12%、环比增长 11.06%。

图 1：2021 年，公司实现营收 1715.75 亿元



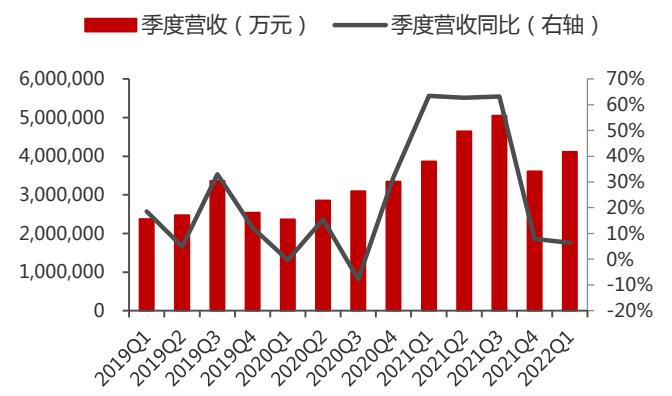
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 96.8 亿元



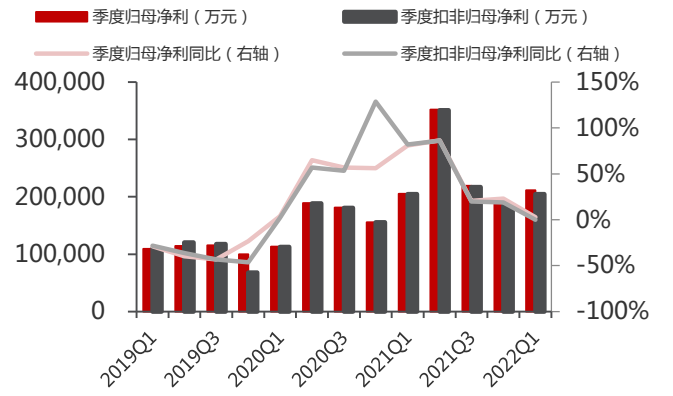
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：公司营收 2021Q4 同比增长 7.91%，2022Q1 同比增长 6.36%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：公司归母净利润 2021Q4 同比增长 2.82%，2022Q1 同比增长 0.12%



资料来源：wind，民生证券研究院

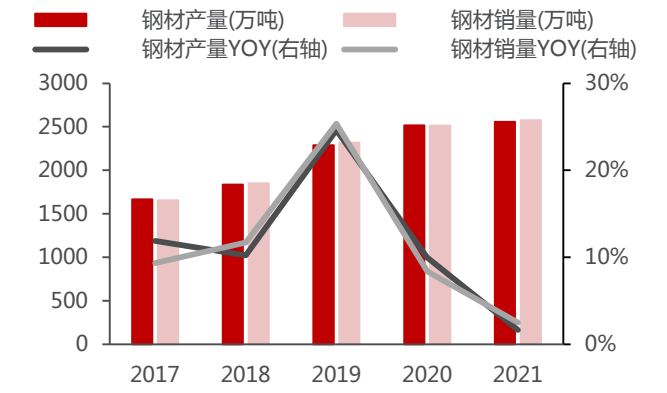
2 点评：公司产销量稳步增加，Q1 业绩符合预期

2.1 公司产销量稳步增加，全年毛利率小幅下滑

量：2021 年公司产销量稳步增长。公司 2021 年钢铁产品产量 2557 万吨，同比增长 1.65%，销量为 2575 万吨，同比增长 2.48%。

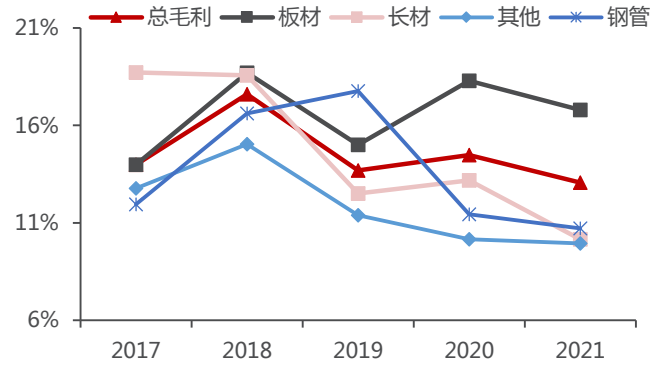
价：原料涨幅明显，公司全年毛利率下滑。2021 年钢材主要原材料铁矿石价格同比+49.06%，主焦煤价格同比+80.75%，焦炭价格+50.08%，废钢价格+29.69%。由于原料大幅上涨，公司 2021 年毛利率下滑 1.42pct 至 13.06%。分季度看，毛利率由于营业收入基数原因回升，但由于钢材价格回落导致 2021Q4 毛利环比下滑 3.74 亿元。

图 5：2021 年钢材产销量



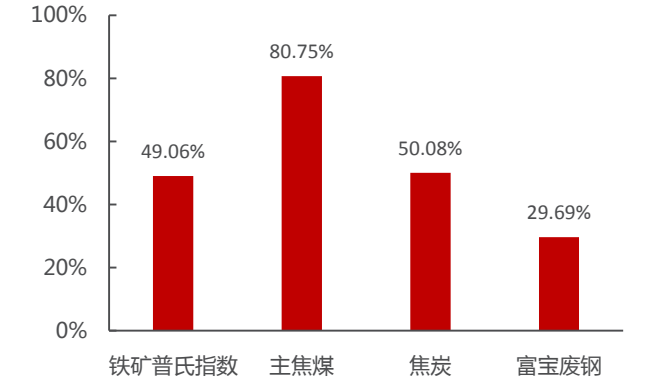
资料来源：我的钢铁网，民生证券研究院

图 6：2021 年分产品毛利率



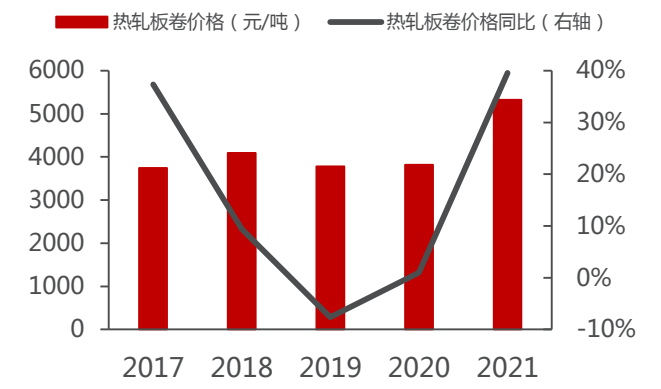
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021 年原料价格涨幅明显



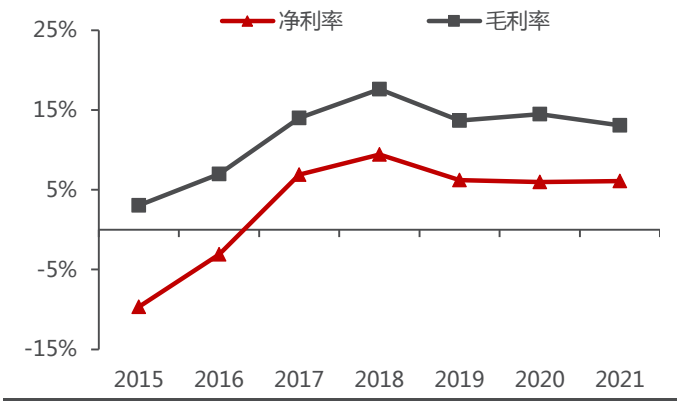
资料来源：我的钢铁网，民生证券研究院

图 8：2021 年钢材价格



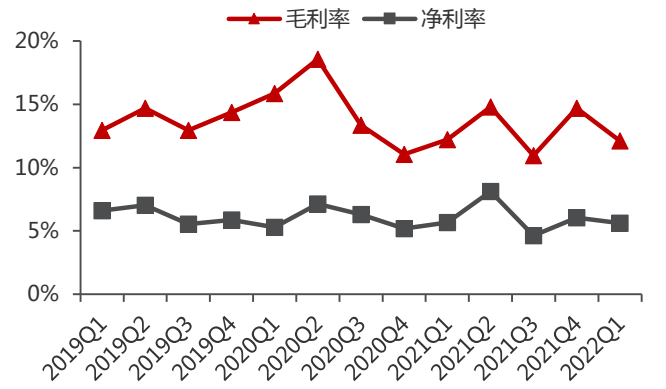
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年毛利率下滑至 13.06%



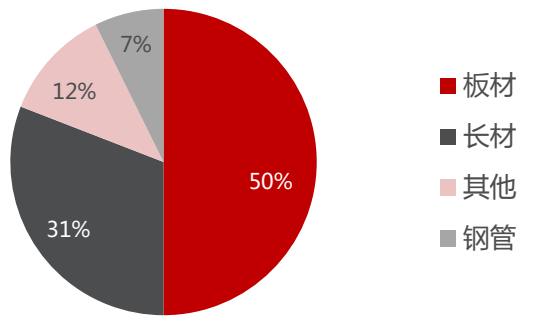
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021Q4 和 2022Q1 毛利率分别为 14.70%和 12.11%



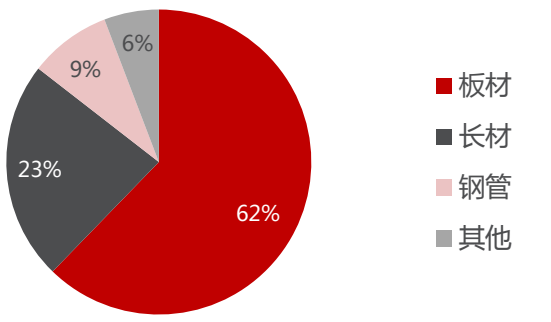
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年分产品营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年分产品毛利占比

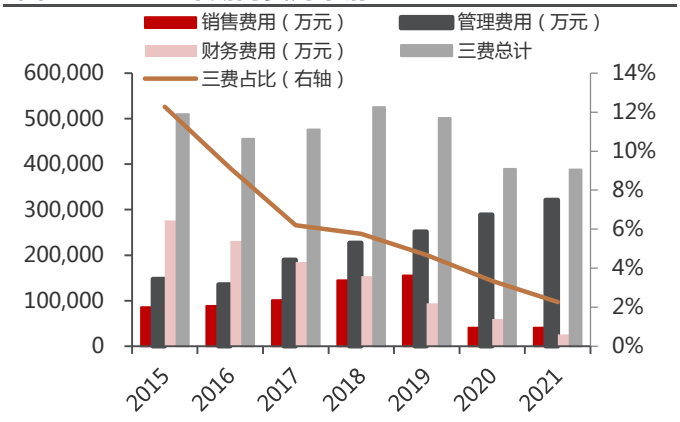


资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年期间费用回落。公司 2021 年期间费用同比下滑 0.34%至 38.84 亿元，期间费用率回落 1.08pct 至 2.26%，其中销售费用下滑 0.55%至 4.07 亿元；管理费用上升 11.20%至 32.15 亿元；财务费用下滑 56.03%至 2.63 亿元，主要为公司有息债务规模及贷款利率同比降低，贷款利息相应减少所致。

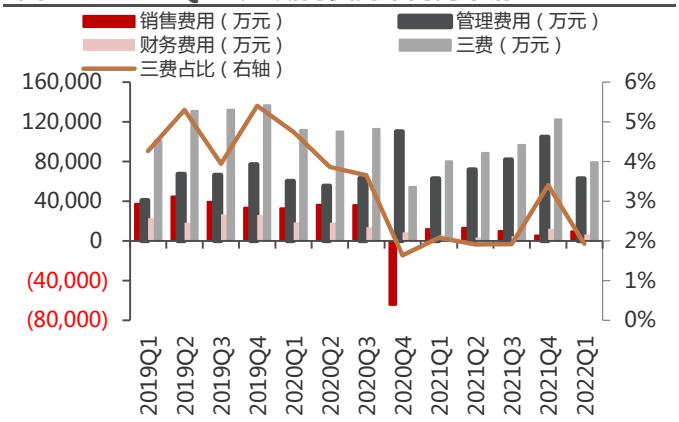
2022Q1 期间费用同比下降。公司 2022Q1 期间费用同比减少 1.40%至 7.92 亿元，期间费用率同比降低 0.15pct 至 1.9%。其中销售费用减少 18.55%至 0.96 亿元；管理费用减少 0.06%至 6.29 亿元；财务费用增长 20.16%至 0.66 亿元。

图 13：2021 年期间费用下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

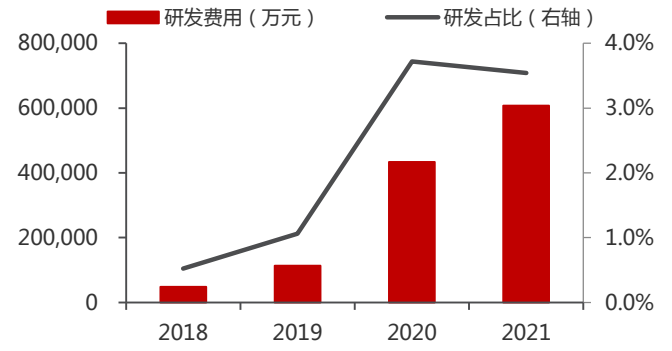
图 14：2022Q1 公司期间费用率同比下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

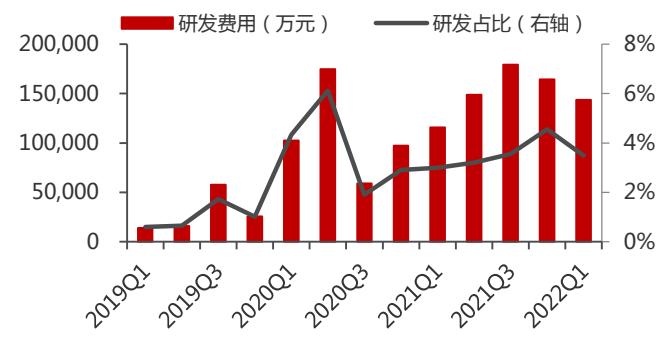
2021 年研发费用同比大增。公司 2021 年研发费用率回落 0.18%，研发费用增加 40.27%至 60.78 亿元，主要系公司加大新产品研发和品种结构调整力度，研发投入相应增加所致。研发项目包括钢材热轧过程中氧化行为控制技术开发及应用、国产替代进口及钢种桥梁复合板。**2022Q1，**研发费用环比回落 2.08 亿元。同比增加 2.87 亿元。

图 15：2021 年研发费用同比增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2022Q1 研发费用下滑



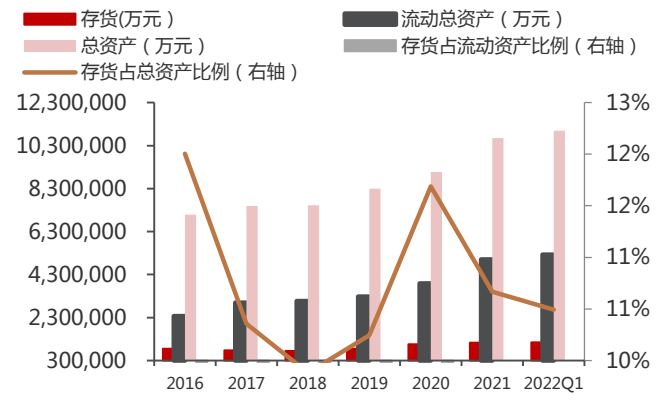
资料来源：wind，民生证券研究院

公司存货增加。由于公司产销量稳步增长，叠加原材料价格持续上涨，2021 年公司存货增加 7.61 亿元至 113.66 亿元，其中在产品、自制半成品和库存商品都呈现增加趋势，分别增加 5.91、1.12 和 9.78 亿元。2022Q1 公司存货再度增加 1.68 亿元至 115.35 亿元，占营收比例上升至 28.06%。

公司 2021 年分红比例增加。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.90 元（含税），分红率上涨 0.57pct 至 20.7%，股息率上涨 0.58pct 至 4.97%。此外，根据公司未来三年（2022-2024 年度）的具体股东回报规划，在公司年度盈利且累计未分配利润为正，并足额预留法定公积金、盈余公积金后，公司将积极推

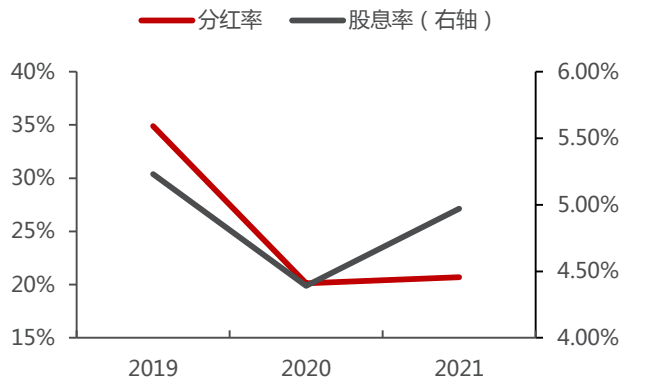
行现金分配方式。公司最近三年以现金方式累计分配的利润原则上不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；且在现金能够满足公司持续经营和长期发展需要的前提下，现金红利总额（包括中期已分配的现金红利）不低于该年度公司实现的归属于母公司股东的净利润的 20%。

图 17：公司存货增加



资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：2021 年公司分红比例提升



资料来源：wind，民生证券研究院测算
（注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价）

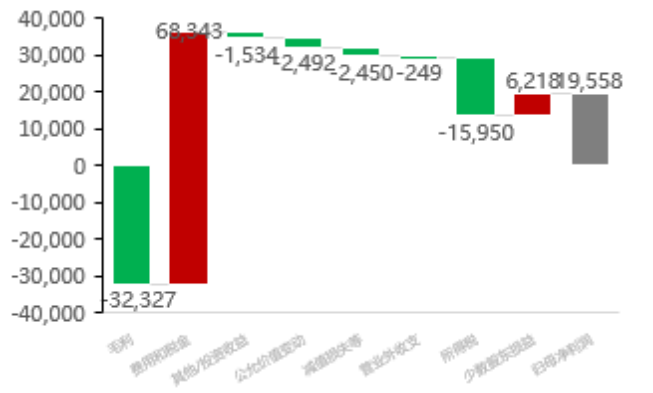
毛利下滑拖累 Q4 业绩。归母净利润 19.16 亿元，环比减少 12.49%；扣非归母净利 18.45 亿元，环比减少 15.00%。主要由于需求疲软，钢材价格回落，导致 2021Q4 毛利环比下滑 2.22 亿元，叠加费用和税金（-1.61 亿元）与少数股东损益（-1.17 亿元），共同拖累 Q4 业绩。

2.2 2022Q1 业绩符合预期，创历史同期最高

2022Q1 vs 2021Q4：2022Q1 归母净利润环比增加 1.96 亿元，主要的增利点在于费用与税金（+6.83 亿元）、少数股东损益（+0.62 亿元）；主要的减利点包括毛利（-3.23 亿元）、所得税（-0.62 亿元）。

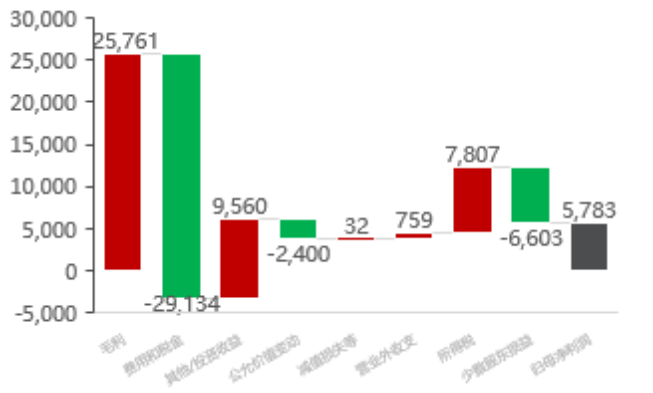
2022Q1 vs 2021Q1：2022Q1 归母净利润同比增加 0.58 亿元，主要的增利点在于毛利（+2.58 亿元）、其他/投资收益（+0.96 亿元）和所得税（+0.78 亿元），其中毛利上升主要源于钢铁市场价格同比回升，其他收益增加主要是因为子公司收到的资源综合利用退税、研发财政奖补资金等政府补助款增加所致，投资收益增加主要是因为合营企业华安钢宝利报告期实现的净利润同比增加，因此公司按照权益法确认的投资收益同比增加所致；主要的减利点包括费用与税金（-2.91 亿元）及公允价值变动（-0.24 亿元），其中费用与税金增加主要由于研发费用增加所致，公允价值变动系财务公司报告期计提的债券公允价值变动损失。

图 19：2022Q1 业绩环比变化拆分（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：2022Q1 业绩同比变化拆分（单位：万元）

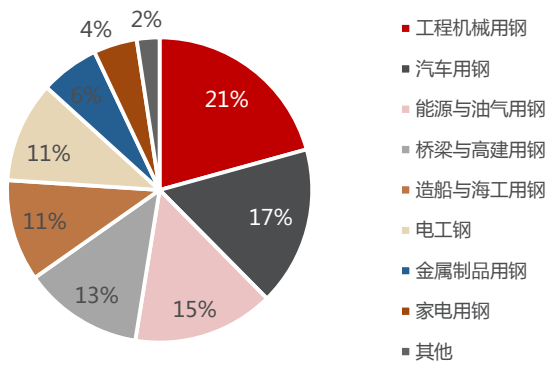


资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：区域龙头，产品结构优化加快

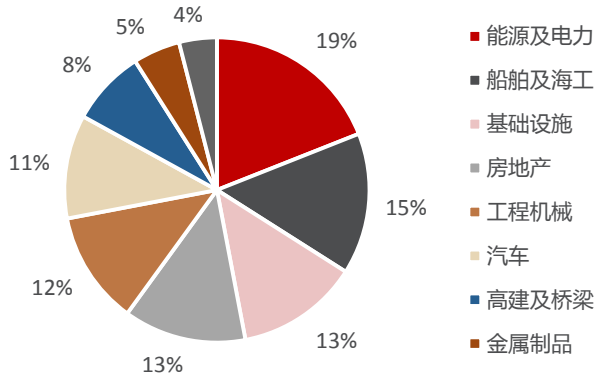
区域龙头，南方精品钢材生产基地。公司分别在湖南省湘潭市、娄底市、衡阳市、广东省阳江市设有生产基地，拥有炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧钢、钢材深加工等全流程的技术装备，产品结构齐全、下游覆盖行业广泛，主要品种间具备较强的柔性生产切换能力。公司积极推动品种结构从“中低端”向“中高端”转变，加快产线结构升级，加大研发投入。2021 年，公司共 13 个大类品种 61 个钢种替代“进口”，完成重点品种钢销量 1,410 万吨，占比 55%，较 2020 年提升 3 个百分点。公司在细分领域市场打造了一批“隐形冠军”产品，带动了产品结构由中低端同质化向中高端精品差异化的转变。

图 21：2021 年分品种钢销量占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 22：2021 年分下游销量占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司投资冷轧硅钢项目，产品结构优化升级。随着硅钢应用场景的拓宽及市场对于中高牌号硅钢需求不断增长，公司全资子公司湖南华菱涟源钢铁有限公司拟新建冷轧硅钢产品一期工程项目，项目交易额 31.37 亿元，建设周期 32 个月，项目达产后将实现年产 40 万吨无取向硅钢、20 万吨无取向硅钢冷硬卷、18 万吨取

向硅钢冷硬卷。冷轧硅钢产品一期工程项目有利于进一步优化升级产品结构，提升公司的市场竞争力，加快推进华菱涟钢成为国内最具竞争力的冷轧硅钢生产基地。

表 1 华菱涟钢冷轧硅钢产品一期工程建设项目

	具体内容
项目建设内容	项目拟选址娄底市经济技术开发区，分两期建设，一期项目建设用地约 562 亩，分两步实施： 第一步，新建常化酸洗、20 辊可逆轧机各一套及无取向退火机组，实现年产 20 万吨无取向硅钢、10 万吨无取向硅钢冷硬卷、9 万吨取向硅钢冷硬卷； 第二步，新建常化酸洗、连轧机组、无取向退火机组，确保一期项目整体实现年产 40 万吨无取向硅钢、20 万吨无取向硅钢冷硬卷、18 万吨取向硅钢冷硬卷。
项目投资估算	项目投资估算约 313,682 万元，其中，项目建设投资估算约为 297,782 万元，第一步计划投资 168,040 万元，第二步计划投资 129,742 万元；项目土地购置费用约 15,900 万元。
项目建设期	项目计划于 2022 年 6 月启动，工期约 32 个月，其中第一步计划工期 18 个月，第二步计划工期 14 个月。
项目资金来源	60%为自有资金，40%为贷款。

资料来源：公司公告、民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2022-24 年营业收入分别为 1725.45、1786.36、1801.14 亿元，同比增速分别为 0.80%、3.53%、0.83%。具体拆分来看，华菱钢铁收入主要为钢材及其他业务：

（1） **钢材方面，**由于钢材供给端产能受限，预计钢价将持续保持坚挺，且结合公司运营计划预计钢材产量将持续增加，我们预计钢材营业收入 2022-24 年分别为 1615.45、1674.36、1686.14 亿元，同比增速分别为-0.16%、3.65%、0.70%。

（2） **其他营收方面**，同样由于钢材价格坚挺，我们预计其他板块营收 2022-24 年分别为 110、112 和 115 亿元，同比分别增长 17.45%、1.82%和 2.68%。

从毛利率角度看，我们预计公司的整体毛利率 2022-24 年毛利率分别为 12.70%、12.69%和 13.31%，整体变化不大。

表 2：公司营业收入测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
钢材销量（万吨）	2575.00	2608.14	2660.30	2713.51
单价（元/吨）	6283.88	6193.88	6293.88	6213.88

钢材收入（亿元）	1618.10	1615.45	1674.36	1686.14
其他收入（亿元）	93.66	110.00	112.00	115.00
总收入（亿元）	1711.76	1725.45	1786.36	1801.14
增速	47.22%	0.80%	3.53%	0.83%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测
（注：2021 年单价由当年度“收入/销量”测算，22E-24E 为假设值）

4.2 估值分析与投资建议

根据公司的业务属性，我们选择同为钢铁行业的八一钢铁和宝钢股份作为可比公司，截至 2022 年 4 月 29 日收盘数据，可比公司对应 2022-24 年平均 PE 分别为 7x、6x 和 6x。华菱钢铁作为湖南龙头企业，产品结构不断优化升级，我们预计公司 2022-24 年将实现归母净利润 96.99/101.92/113.52 亿元，对应 4 月 29 日收盘价，PE 分别为 4、4 和 4 倍，低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 3：可比公司估值预测

代码	简称	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600581.SH	八一钢铁	7.3	0.77	0.92	1.07	1.17	9	8	7	6	推荐
600282.SH	宝钢股份	6.46	1.06	1.19	1.26	1.30	6	5	5	5	推荐
			均值				8	7	6	6	
000932.SZ	华菱钢铁	5.84	1.40	1.40	1.48	1.64	4	4	4	4	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测
（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

5 风险提示

1）原材料价格高位波动。公司生产用主要原燃料如铁矿石、废钢、煤炭、焦炭等价格高位波动，企业成本控制压力加大。

2）下游需求不及预期。房地产拿地和新开工数据未见回暖，同时由于地方政府债务高企以及优质项目稀缺，基建投资增速可能不及预期。同时经济转型调整压力仍在，下游企业发展增速不达预期影响需求。

3）新冠疫情持续影响。疫情防控形势严峻复杂，给公司的生产经营管理及产品运输等事项带来一定的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**171,575**	**172,545**	**178,636**	**180,114**
营业成本	149,314	150,630	155,973	156,145
营业税金及附加	756	759	786	793
销售费用	407	414	427	431
管理费用	3,215	3,227	3,343	3,370
研发费用	6,078	6,091	6,313	6,363
EBIT	12,099	11,424	11,794	13,012
财务费用	263	114	-166	-358
资产减值损失	-67	-10	-5	-1
投资收益	133	190	177	185
营业利润	**11,950**	**11,936**	**12,557**	**13,984**
营业外收支	-6	5	0	-2
利润总额	**11,944**	**11,941**	**12,557**	**13,983**
所得税	1,477	1,433	1,522	1,689
净利润	10,468	10,508	11,035	12,293
归属于母公司净利润	**9,680**	**9,699**	**10,192**	**11,352**
EBITDA	15,357	15,411	15,816	17,230

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,706	10,255	16,344	24,324
应收账款及票据	5,469	5,482	5,682	5,727
预付款项	3,308	3,378	3,484	3,492
存货	11,366	12,972	12,915	13,108
其他流动资产	22,192	20,879	21,894	22,504
流动资产合计	**50,041**	**52,967**	**60,318**	**69,154**
长期股权投资	545	682	825	965
固定资产	43,531	44,696	44,329	44,744
无形资产	4,498	4,443	4,374	4,331
非流动资产合计	**56,518**	**56,324**	**55,894**	**56,402**
资产合计	**106,559**	**109,290**	**116,213**	**125,556**
短期借款	8,437	4,376	2,000	1,000
应付账款及票据	18,310	18,746	19,316	19,369
其他流动负债	26,882	25,755	25,898	26,044
流动负债合计	**53,629**	**48,876**	**47,214**	**46,413**
长期借款	1,123	623	123	123
其他长期负债	958	374	374	374
非流动负债合计	**2,080**	**997**	**497**	**497**
负债合计	**55,709**	**49,873**	**47,710**	**46,910**
股本	6,909	6,909	6,909	6,909
少数股东权益	5,441	6,250	7,093	8,035
股东权益合计	**50,850**	**59,417**	**68,502**	**78,646**
负债和股东权益合计	**106,559**	**109,290**	**116,213**	**125,556**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	47.24	0.57	3.53	0.83
EBIT 增长率	39.11	-5.58	3.24	10.33
净利润增长率	51.36	0.19	5.08	11.38
盈利能力（%）				
毛利率	12.97	12.70	12.69	13.31
净利润率	6.10	6.09	6.18	6.83
总资产收益率 ROA	9.08	8.87	8.77	9.04
净资产收益率 ROE	21.32	18.24	16.60	16.08
偿债能力				
流动比率	0.93	1.08	1.28	1.49
速动比率	0.61	0.69	0.87	1.07
现金比率	0.14	0.21	0.35	0.52
资产负债率（%）	52.28	45.63	41.05	37.36
经营效率				
应收账款周转天数	8.86	8.85	8.85	8.85
存货周转天数	27.78	31.46	30.23	30.64
总资产周转率	1.61	1.58	1.54	1.43
每股指标（元）				
每股收益	1.40	1.40	1.48	1.64
每股净资产	7.36	8.60	9.92	11.38
每股经营现金流	0.94	2.22	2.16	2.22
每股股利	0.29	0.29	0.29	0.32
估值分析				
PE	4	4	4	4
PB	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.00	2.39	1.77	1.10
股息收益率（%）	4.97	4.97	4.96	5.45

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	10,468	10,508	11,035	12,293
折旧和摊销	3,258	3,987	4,022	4,218
营运资金变动	-7,376	646	-55	-1,057
经营活动现金流	**6,515**	**15,322**	**14,940**	**15,326**
资本开支	-4,563	-3,727	-3,463	-4,591
投资	-570	438	-628	258
投资活动现金流	**-4,868**	**-3,311**	**-3,912**	**-4,145**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-237	-6,698	-2,876	-1,000
筹资活动现金流	**-1,566**	**-9,511**	**-4,990**	**-3,251**
现金净流量	**191**	**2,550**	**6,089**	**7,980**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 1715.75 亿元 3
图 2：2021 年，公司实现归母净利润 96.8 亿元 3
图 3：公司营收 2021Q4 同比增长 7.91%，2022Q1 同比增长 6.36% 3
图 4：公司归母净利润 2021Q4 同比增长 2.82%，2022Q1 同比增长 0.12% 3
图 5：2021 年钢材产销量 4
图 6：2021 年分产品毛利率 4
图 7：2021 年原料价格涨幅明显 4
图 8：2021 年钢材价格 4
图 9：2021 年毛利率下滑至 13.06% 5
图 10：2021Q4 和 2022Q1 毛利率分别为 14.70%和 12.11% 5
图 11：2021 年分产品营收占比 5
图 12：2021 年分产品毛利占比 5
图 13：2021 年期间费用下滑 6
图 14：2022Q1 公司期间费用率同比下滑 6
图 15：2021 年研发费用同比增长 6
图 16：2022Q1 研发费用下滑 6
图 17：公司存货增加 7
图 18：2021 年公司分红比例提升 7
图 19：2022Q1 业绩环比变化拆分（单位：万元） 8
图 20：2022Q1 业绩同比变化拆分（单位：万元） 8
图 21：2021 年分品种钢销量占比 8
图 22：2021 年分下游销量占比 8

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1 华菱涟钢冷轧硅钢产品一期工程建设项目 9
表 2：公司营业收入测算 9
表 3：可比公司估值预测 10
公司财务报表数据预测汇总 12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001