

# 华菱钢铁 (000932.SZ)

## 智能制造提质增效, 产品结构升级增强盈利韧性

### 核心观点:

- **20H1 业绩:** 销售毛利率提高叠加低基数致营业总收入、归母净利润同比分别减 2.9%、增 23.4%。20H1 公司实现总营收 521.7 亿元、同比减 2.9%，归母净利润 30.2 亿元、同比增 23.4%，基本每股收益 0.49 元/股（按照最新股本计算），ROE（摊薄）为 10.2%。（1）业务结构：20H1 板材毛利同比大增带动钢铁主业毛利占比提升，钢铁业营收、毛利占比均超 95%。（2）盈利能力：20H1 板材毛利率明显提高，带动钢铁主业毛利率上升，研发费用率明显上升导致期间费用率明显提高。（3）经营质量：20H1 公司获现、营运能力明显提升，偿债能力稳定。（4）在建工程：继续推动节能环保、结构调整、提质增效、智能制造等领域资本性开支。（5）汽车板公司：瞄准高端汽车用钢市场，20H1 业绩同比大增。（6）可转债：计划发行 40 亿元可转债用于提质改造项目，已获证监会审核通过。
- **2020 年计划:** 2020 年公司计划钢材产量增长 0.5%、品种钢占比提高 5PCT 至 50%，华菱湘钢和涟钢的人均产钢提高 8.3%至 1300 吨/人年。20H1 钢材产量计划完成 52.5%，品种钢占比 42.6%。
- **公司看点:** 公司区位优势明显，钢材产品板材、长材兼备，成本与费用控制能力强，持续优化产品结构，智能制造提升效率，挖潜管理效能，创新体制激发员工活力，盈利能力和韧性有望增强。
- **盈利预测与投资建议:** 暂未考虑拟发可转债因素，预计 2020-2022 年 EPS 为 1.00/1.08/1.17 元/股，对应 2020 年 9 月 11 日收盘价，2020-2022 年 PE 为 5.16/4.76/4.40 倍，2020 年 PB 为 0.93 倍。参考可比公司估值和公司业绩增速，我们给予公司 2020 年 PE 估值约 8 倍，对应合理价值为 8.00 元/股，维持公司“买入”评级。
- **风险提示.** 宏观经济大幅波动；主流矿产量不达预期，铁矿石价格大幅上涨；新冠肺炎疫情对需求影响超预期；计划产量完成度低于预期。

### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	101,391	107,322	108,942	111,360	113,056
增长率（%）	32.2	5.8	1.5	2.2	1.5
EBITDA（百万元）	15,676	12,200	12,954	13,866	14,416
归母净利润（百万元）	7,378	4,391	6,113	6,635	7,176
增长率（%）	79.0	-40.5	39.2	8.5	8.2
EPS（元/股）	2.45	0.72	1.00	1.08	1.17
市盈率（P/E）	2.48	6.67	5.16	4.76	4.40
ROE（%）	37.3	15.6	18.0	16.4	15.1
EV/EBITDA	1.93	3.66	3.34	3.06	2.79

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

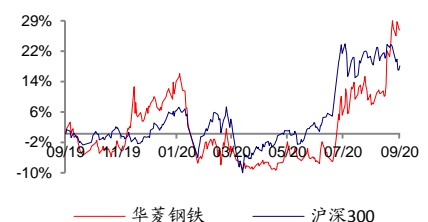
### 公司评级

当前价格	5.15 元
合理价值	8.00 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-14

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	6129.1/4221.7
总市值/流通市值（百万元）	31565/21742
一年内最高/最低（元）	5.25/3.74
30 日日均成交量/成交额（百万）	70/344
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	37.70/36.49

### 相对市场表现



### 分析师:

李莎



SAC 执证号: S0260513080002



SFC CE No. BNV167



020-66335140

lisha@gf.com.cn

### 相关研究:

华菱钢铁 (000932.SZ): 区位优势明显、成本费用管控能力强, 结构提升增强盈利能力 2020-03-23

## 目录索引

一、20H1 业绩：销售毛利率提高叠加低基数致营业总收入、归母净利润同比分别减 2.9%、增 23.4%.....	4
（一）业务拆分：20H1 板材毛利率同比大增带动钢铁主业毛利占比提升，钢铁业营收、毛利占比均超 95% .....	5
（二）盈利能力：20H1 板材毛利率明显提高带动钢铁主业毛利率上升，研发费用率明显上升导致期间费用率明显提高.....	7
（三）经营质量：20H1 公司获现、营运能力明显提升，偿债能力稳定.....	9
（四）在建工程：继续推动节能环保、结构调整、提质增效、智能制造等领域资本性开支 .....	10
（五）汽车板公司：瞄准高端汽车用钢市场，20H1 业绩同比大增 .....	11
（六）可转债：计划发行 40 亿元可转债用于提质改造等项目，已获证监会审核通过 .....	11
二、2020 年计划：钢材产量增长 0.5%、品种钢占比提高至 50%，华菱湘钢和涟钢人均产钢增 8.3%至 1300 吨/人年.....	13
三、公司看点：产品结构加速高端化，智能制造提升效率，创新体制激发员工活力 .....	15
四、盈利预测和投资建议：智能制造提质增效，产品结构升级增强盈利韧性 .....	17
五、风险提示 .....	20

## 图表索引

图 1: 2010 年以来华菱钢铁营业总收入及同比增速 .....	4
图 2: 2010 年以来华菱钢铁归母净利润及同比增速 .....	4
图 3: 2010 年以来华菱钢铁国内外营收占比 .....	7
图 4: 2010 年以来华菱钢铁国内外毛利占比 .....	7
图 5: 2010 年以来华菱钢铁销售现金比率情况 .....	9
图 6: 2010 年以来华菱钢铁负债及资产负债率变化 .....	10
图 7: 2010 年以来华菱钢铁有息负债及占比变化 .....	10
图 8: 截至 2020 年 6 月末, 华菱钢铁股权结构图 .....	12
图 9: 2017 年以来华菱钢铁研发费用率情况 .....	16
图 10: 20H1 研发费用率排名前十的申万上市钢企情况 .....	16
图 11: 2011 年至今华菱钢铁 PB_LF 估值 .....	19
表 1: 华菱钢铁分季度、半年度利润表拆分 (单位: 亿元) .....	5
表 2: 20H1 华菱钢铁业务分产品结构拆分 .....	6
表 3: 20H1 华菱钢铁业务分产品结构拆分 .....	7
表 4: 华菱钢铁钢铁主业盈利能力拆分及市场基准比较 .....	8
表 5: 华菱钢铁吨钢期间费用、期间费用拆解情况 .....	8
表 6: 2015 年以来华菱钢铁营运能力分析 .....	9
表 7: 2015 年以来华菱钢铁偿债能力分析 .....	10
表 8: 20H1 华菱钢铁在建工程中部分重大项目列示 (单位: 亿元) .....	11
表 9: 华菱钢铁计划发行可转债的资金用途 (单位: 万元) .....	12
表 10: 2015-2019 年华菱钢铁年度生产计划完成率 .....	13
表 11: 2015-2019 年华菱钢铁年度钢材产量与销量对比 .....	13
表 12: 2020 年华菱钢铁生铁、粗钢、轧钢产能分布 .....	15
表 13: 华菱钢铁的主营业务预测 (单位: 百万元) .....	18
表 14: 华菱钢铁的可比公司估值表 .....	19

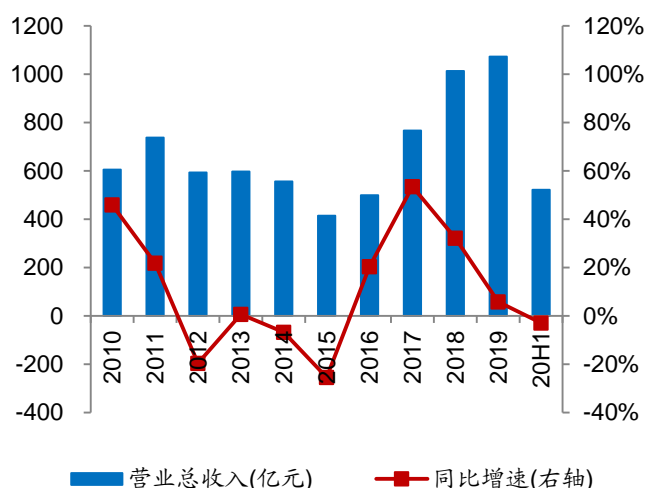
## 一、20H1 业绩：销售毛利率提高叠加低基数致营业总收入、归母净利润同比分别减 2.9%、增 23.4%

2020年上半年，华菱钢铁生产钢材1207.0万吨、同比增长4.1%，销售钢材1184.0万吨、同比增长1.2%；公司实现重点品种钢销量504.0万吨，同比增长12.5%，品种钢销量占比同比上升4.3PCT至42.6%。截至2020年6月末，华菱湘钢、华菱涟钢劳动生产率分别达到1372.0、1340.0吨/人年，同比分别提升18.3%、15.7%。

2020年上半年，华菱钢铁实现营业总收入521.7亿元、同比减少2.9%，归母净利润30.2亿元、同比增加23.4%，归母扣非净利润30.1亿元、同比增加30.7%，基本每股收益0.49元/股（按照最新股本计算），销售毛利率17.2%、同比上升3.2PCT，销售净利率6.3%、同比下降0.7PCT，ROE（摊薄）为10.2%、同比下降1.1PCT。

**华菱钢铁20H1利润分配预案：**公司计划不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。

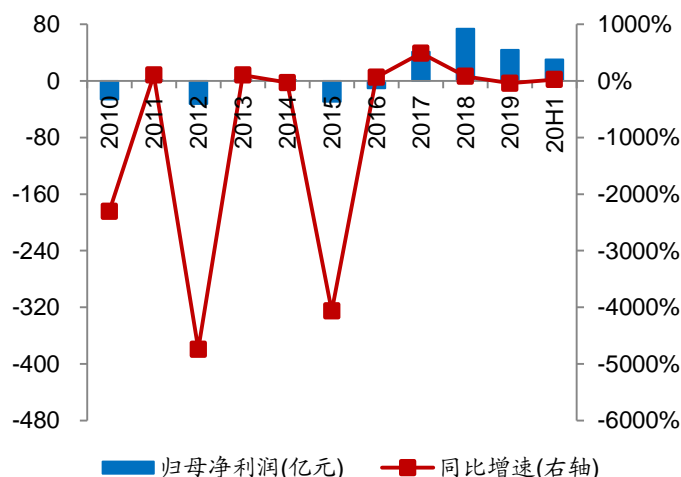
图 1：2010年以来华菱钢铁营业总收入及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：已对历史财务数据进行追溯调整。

图 2：2010年以来华菱钢铁归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：已对历史财务数据进行追溯调整。

分半年度同比看，20H1受益于量增利升，华菱钢铁毛利大幅上升。根据2020年中报，20H1华菱钢铁营业收入520.6亿元、同比减少2.9%，营业成本431.3亿元、同比减少6.6%，营业毛利89.3亿元、同比增加19.7%，主要原因是20H1公司钢材销量同比增1.2%，吨钢毛利同比提升18.3%，主要钢铁产品毛利率均提升。20H1公司利润总额37.8亿元、同比减少11.2%，净利润32.8%、同比减少12.6%，归母净利润30.2亿元、同比增加23.4%。考虑华菱钢铁2019年收购子公司华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管（以下简称“三钢”）的少数股权，并于2019年底完成资产交割，假设按照同口径模拟计算，20H1归母净利润同比减少13.8%。

分季度环比看，20Q2国内疫情得到有效控制，钢铁需求恢复，华菱钢铁盈利能力环比提升。根据2020年中报，20Q2华菱钢铁营业收入284.6亿元、环比增长20.5%，

营业成本232.4亿元、环比增长16.8%，营业毛利52.2亿元、环比增长40.4%，利润总额23.3亿元、环比增长59.9%，净利润20.4亿元、环比增长63.1%，归母净利润18.9亿元、环比增长66.5%。

表 1：华菱钢铁分季度、半年度利润表拆分（单位：亿元）

	20Q1	同比	环比	20Q2	同比	环比	20H1	同比	环比
营业总收入	236.4	-9.6%	-6.7%	285.3	3.5%	20.7%	521.7	-2.9%	-2.6%
营业收入	236.1	-9.6%	-6.7%	284.6	3.5%	20.5%	520.6	-2.9%	-2.7%
营业成本	198.9	-12.6%	-8.3%	232.4	-0.8%	16.8%	431.3	-6.6%	-7.2%
毛利	37.2	10.1%	3.4%	52.2	27.7%	40.4%	89.3	19.7%	27.2%
销售费用	3.3	-14.8%	-2.3%	3.6	-21.8%	10.8%	6.9	-18.6%	-1.3%
管理费用	6.0	30.8%	-21.8%	5.5	-25.1%	-8.3%	11.6	-3.6%	-12.3%
研发费用	10.3	521.1%	300.0%	17.5	469.8%	70.4%	27.7	487.8%	316.4%
财务费用	1.9	-25.4%	-27.8%	1.9	-11.6%	-1.7%	3.7	-19.1%	-22.2%
资产减值损失	0.0	-	100.0%	0.0	-	-	0.0	-	100.0%
信用减值损失	-0.2	-	78.7%	-0.1	59.9%	74.3%	-0.3	-96.4%	81.3%
公允价值变动净收益	0.0	101.7%	-99.2%	-0.2	78.3%	-6293.6%	-0.1	82.3%	-117.4%
资产处置收益	0.0	-100.0%	-100.0%	0.0	100.0%	-	0.0	-100.0%	-100.0%
投资净收益	0.0	-79.7%	-87.6%	0.4	12.1%	694.7%	0.4	-25.6%	1291.2%
其他收益	0.5	-40.8%	-70.3%	0.6	-7.0%	17.0%	1.1	-26.4%	-36.3%
营业利润	14.6	-28.0%	-22.9%	23.4	4.3%	60.1%	38.0	-11.1%	5.1%
营业外收入	0.0	-43.4%	-62.4%	0.1	441.5%	68.2%	0.1	29.2%	-30.0%
营业外支出	0.1	-31.1%	-69.7%	0.2	163.1%	88.1%	0.3	33.0%	-77.4%
利润总额	14.6	-28.1%	-22.4%	23.3	4.1%	59.9%	37.8	-11.2%	7.6%
所得税	2.1	-19.1%	-46.1%	2.9	17.6%	41.1%	5.0	-1.0%	-19.3%
净利润	12.5	-29.4%	-16.2%	20.4	2.4%	63.1%	32.8	-12.6%	13.3%
归母净利润	11.3	-4.5%	13.7%	18.9	49.7%	66.5%	30.2	23.4%	55.7%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：已对历史财务数据进行追溯调整。

**（一）业务拆分：20H1 板材毛利同比大增带动钢铁主业毛利占比提升，钢铁业营收、毛利占比均超 95%**

通过拆分20H1华菱钢铁主营业务可知：钢铁业是公司创收、创利的主要来源，20H1公司营收结构相对稳定，钢铁营收占比94.5%，毛利占比大升至超过99.0%。板材分别贡献近半营收、六成毛利，毛利同比大增带动钢铁主业毛利及占比大增，



长材对营收、毛利占比贡献约为三成。国内市场营收、毛利占比提升至均超95.0%。

**1. 营收：20H1华菱钢铁板材、长材营收占比分别为46.3%、33.1%，整体营收结构同比相对稳定**

根据2020年中报，（1）分行业看，20H1华菱钢铁受累于新冠肺炎疫情影响，钢铁营收491.8亿元、同比减少4.0%，营收占比94.5%、同比下降1.0PCT；其他业务营收28.8亿元、同比增加18.9%，营收占比5.5%、同比上升1.0PCT。（2）分产品看，20H1华菱钢铁长材营收172.1亿元、同比减少1.0%，营收占比33.1%、同比上升0.6PCT；板材营收241.0亿元、同比减少0.5%，营收占比46.3%、同比上升1.1PCT；钢管营收43.3亿元、同比减少14.1%，营收占比8.3%、同比减少1.1PCT。

**2. 毛利：20H1板材毛利同比大增带动钢铁主业毛利大增，板材贡献六成毛利、钢铁毛利占比大升至超过99.0%**

根据2020年中报，（1）分行业看，20H1华菱钢铁钢铁主业毛利89.0亿元、同比增加20.6%，毛利占比99.7%、同比增加17.1PCT。（2）分产品看，20H1华菱钢铁长材毛利24.1亿元、同比增加3.2%，毛利占比27.0%、同比上升0.8PCT；板材毛利53.7亿元、同比增加41.0%，毛利占比60.1%、同比上升17.5PCT，板材营收同比微降毛利大增的主要原因是板材的毛利率同比提升了6.5PCT；钢管毛利8.2亿元、同比减少2.7%，毛利占比9.1%、同比下降0.3PCT。

表 2：20H1华菱钢铁业务分产品结构拆分

	营收(亿元)	同比	营收占比	同比(PCT)	毛利(亿元)	同比	毛利占比	同比(PCT)
长材	172.1	-1.0%	33.1%	0.6	24.1	3.2%	27.0%	0.8
板材	241.0	-0.5%	46.3%	1.1	53.7	41.0%	60.1%	17.5
钢管	43.3	-14.1%	8.3%	-1.1	8.2	-2.7%	9.1%	-0.3
其他钢材	35.4	-22.3%	6.8%	-1.7	3.1	-22.0%	3.5%	-1.0
钢铁行业	491.8	-4.0%	94.5%	-1.0	89.0	20.6%	99.7%	17.1
其他业务	28.8	18.9%	5.5%	1.0	0.3	-98.0%	0.3%	-17.1
合计	520.6	-2.9%	100.0%	0.0	89.3	0.0%	100.0%	0.0

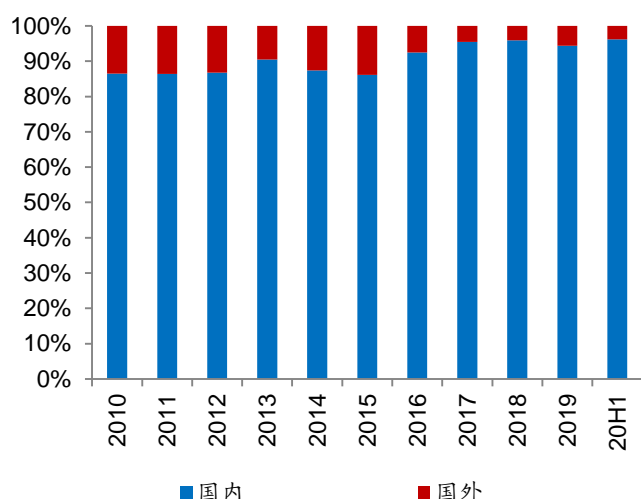
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：2019年数据已回溯调整。

**3. 分区域：20H1国内市场营收、毛利分别小降、大升，占比提升至均超95.0%**

2016年以来，华菱钢铁国内市场营收、毛利占比稳中有升。根据2020年中报，20H1华菱钢铁国内营收、毛利分别为472.8、86.4亿元，同比分别减少1.5%、增加21.8%，国内营收、毛利占比分别为96.1%、97.1%，同比分别上升2.4、0.9PCT。20H1华菱钢铁国外营收、毛利分别为19.0、2.6亿元、同比减少41.0%、8.3%，营收、毛利占比分别为6.3%、2.9%，同比下降2.4、0.9PCT，主要原因是疫情在全球蔓延后，公司无缝钢管产品出口受到影响。

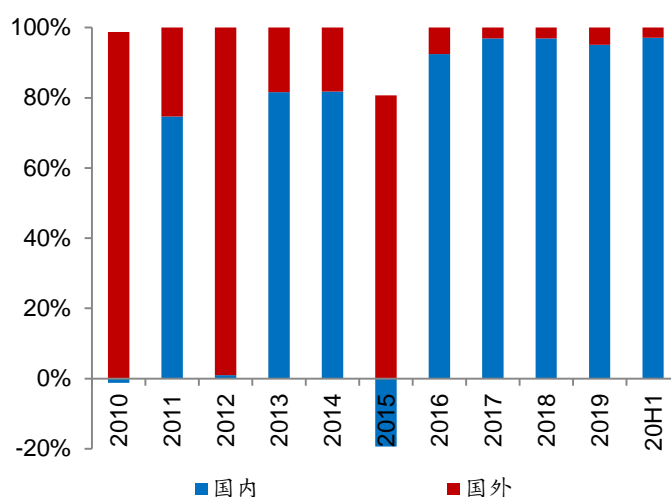
图 3：2010年以来华菱钢铁国内外营收占比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：已对历史数据回溯调整。

图 4：2010年以来华菱钢铁国内外毛利占比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：已对历史数据回溯调整。

## （二）盈利能力：20H1 板材毛利率明显提高带动钢铁主业毛利率上升，研发费用率明显上升导致期间费用率明显提高

1. 钢铁主业：20H1板材毛利率同比明显提高带动钢铁主业毛利率上升，主要业务毛利率、吨钢毛利同比变化幅度好于行业均值

毛利率：20H1板材毛利率明显提高带动钢铁毛利率上升。根据2020年中报，（1）纵向看，20H1公司销售毛利率17.2%，同比升3.2PCT。钢铁主业毛利率18.1%，同比升3.7PCT，板材毛利率同比升幅最大。20H1长材、板材、钢管毛利率分别为14.0%、22.3%、18.9%，同比升0.6、6.5、2.2PCT。国内毛利率18.3%、同比上升3.5PCT，国外毛利率13.6%、同比升4.8PCT。（2）横向看，华菱钢铁20H1钢铁主业、长材、板材的毛利率同比变化幅度均优于行业均值。

吨钢毛利：20H1华菱钢铁吨钢营收降幅低于吨钢营业成本降幅，促使吨钢毛利同比大升、同比变化幅度远强于行业均值。根据2020年中报，（1）纵向看，20H1华菱钢铁吨钢营收降幅4.1%低于吨钢营业成本降幅7.7%，促使吨钢毛利同比上升18.3%至754.4元/吨，较2019年全年上升20.8%。（2）横向看，吨钢毛利远高于行业均值，吨钢毛利大幅上升，行业均值大幅下降。

表 3：20H1华菱钢铁业务分产品结构拆分

	分行业		分产品				分地区		公司整体
	钢铁	其他	长材	板材	钢管	其他钢材	国内	国外	
20H1 毛利率	18.1%	1.1%	14.0%	22.3%	18.9%	8.7%	18.3%	13.6%	17.2%
同比(PCT)	3.7	-63.0	0.6	6.5	2.2	0.0	3.5	4.8	3.2
环比(PCT)	4.4	-	2.3	8.0	0.0	-5.7	4.7	-3.2	4.0

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：2019 年数据已回溯调整。

表 4：华菱钢铁钢铁主业盈利能力拆分及市场基准比较

	华菱钢铁			行业均值		
	20H1	同比	较 2019 年全年变化	20H1	同比	较 2019 年全年变化
吨钢钢铁营收 (元/吨)	4397.2	-4.1%	-4.8%	3776.7	-7.7%	-6.5%
吨钢钢铁成本 (元/吨)	3642.9	-7.7%	-8.8%	3658.3	-0.7%	-1.5%
吨钢钢铁毛利 (元/吨)	754.4	18.3%	20.8%	118.3	-70.8%	-63.5%
钢铁毛利率	18.1%	3.7	4.0	3.1%	-5.3	-4.9
板材毛利率	14.0%	0.6	9.8	8.0%	-5.7	-3.7
长材毛利率	22.3%	6.5	-15.0	1.3%	-4.8	-3.0

数据来源：公司财报、MYSTEEL、广发证券发展研究中心

注：（1）华菱钢铁吨钢钢铁营收、成本、毛利均基于其钢铁主业营收、成本、毛利计算。（2）MYSTEEL 吨钢营收取普钢价格指数、吨钢毛利取螺纹钢、热轧、冷轧三者毛利均值、吨钢成本取前两者之差；长材毛利率取螺纹钢毛利率、板材毛利率取热轧与冷轧平均毛利率。（3）已回溯调整历史数据。

## 2. 费用控制：20H1研发费用率上升导致期间费用率同比提高4.0PCT至9.6%

**期间费用：**20H1华菱钢铁研发费用大增带动期间费用同比大增。根据2020年中报，20H1华菱钢铁期间费用合计达49.9亿元、同比增67.4%，其中销售费用6.9亿元、同比减18.6%；管理费用11.6亿元、同比减3.6%；研发费用27.7亿元、同比增487.8%，主因一是公司加大研发投入，二是2020年开始公司按研发加计扣除相关文件的归集范围归集研发费用；财务费用3.7亿元、同比下降19.1%。

**吨钢期间费用：**20H1吨钢研发费用大幅上升带动吨钢期间费用大幅上升。根据2020年中报，20H1华菱钢铁吨钢期间费用为421.8元/吨、同比上升65.4%。其中，吨钢销售、管理、研发、财务费用分别为58.4、97.7、234.2、31.6元/吨，同比分别变化-19.6%、-4.8%、480.8%、-20.1%。

**期间费用率：**20H1研发费用率明显上升带动期间费用率明显提高。根据2020年中报，（1）分半年度同比来看，20H1华菱钢铁期间费用率达9.6%、同比上升4.0PCT。其中销售、管理、研发、财务费用率分别达1.3%、2.2%、5.3%、0.7%，同比分别变化-0.3、0.0、4.4、-0.1PCT。（2）分季度环比来看，20Q2华菱钢铁期间费用率达10.0%、环比上升0.9PCT。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为1.3%、1.9%、6.1%、0.6%，环比分别变化-0.1、-0.6、1.8、-0.1PCT。

表 5：华菱钢铁吨钢期间费用、期间费用拆解情况

吨钢期间费用绝对值 (元/吨)						期间费用率拆解					
	销售	管理	研发	财务	期间		销售	管理	研发	财务	期间
20H1	58.4	97.7	234.2	31.6	421.8	20H1	1.3%	2.2%	5.3%	0.7%	9.6%
同比	-19.6%	-4.8%	480.8%	-20.1%	65.4%	同比(PCT)	-0.3	0.0	4.4	-0.1	4.0
20Q2	56.7	86.3	272.6	28.9	444.5	20Q2	1.3%	1.9%	6.1%	0.6%	10.0%
环比	-	-	-	-	-	环比(PCT)	-0.1	-0.6	1.8	-0.1	0.9

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心



### （三）经营质量：20H1 公司获现、营运能力明显提升，偿债能力稳定

**20H1华菱钢铁的销售现金比明显上升，获现能力明显上升。**根据2020年中报，20H1华菱钢铁的销售现金比率（经营现金净流量与主营业务收入的比值）为4.3%、同比上升3.1PCT，较2019年全年下降5.8PCT，主要原因是：（1）财务公司（华菱钢铁的子公司）为非银行金融机构，其吸收存款的变动计入公司经营活动现金流，财务公司归集资金的变动导致20H1经营活动现金流量净额同比大幅增加。（2）受疫情影响公司更多地使用票据支付，减少现金支付。（3）20H1公司支付的各项税费同比大幅减少21.6%。

图 5：2010年以来华菱钢铁销售现金比率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：历史数据已回溯调整。

**20H1，华菱钢铁存货、应收账款、流动资产、固定资产、总资产周转率均上升，整体营运能力明显上升。**根据2020年中报，20H1华菱钢铁的存货、应收账款、流动资产、固定资产、总资产周转率分别为9.1、27.6、3.0、2.5、1.2次，同比上升3.9、14.7、1.5、1.3、0.6次。

表 6：2015年以来华菱钢铁营运能力分析

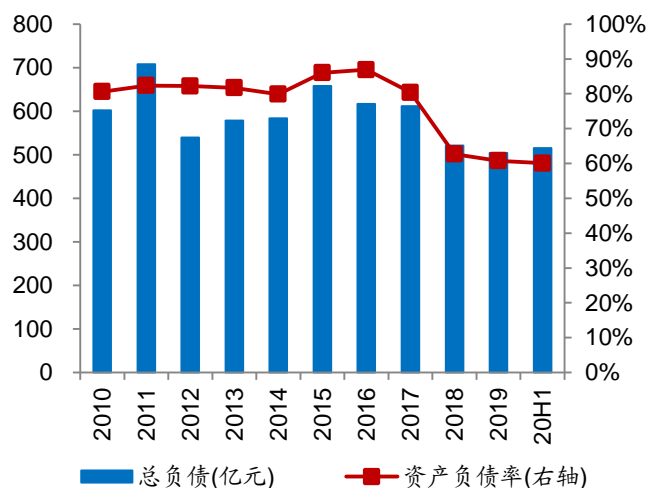
	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	流动资产周转率（次）	固定资产周转率（次）	总资产周转率（次）
2015A	5.1	19.1	1.6	1.0	0.6
2016A	5.6	21.2	2.0	1.2	0.7
2017A	8.1	29.6	2.8	1.9	1.0
2018A	10.3	34.2	3.2	2.4	1.3
2019A	10.9	31.5	3.3	2.5	1.3
20H1	9.1	27.6	3.0	2.5	1.2
20H1 同比	3.9	14.7	1.5	1.3	0.6

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：历史指标计算已回溯调整。

20H1华菱钢铁资产负债率同比微降，有息负债占比同比小降，流动比率下降，偿债能力相对稳定。截至2020年6月末，华菱钢铁总负债规模515.4亿元、同比增加14.4%，资产负债率60.1%，较2019年6月末下降0.3PCT。从债务内部结构看，公司有息负债合计309.6亿元、占总负债的比重为60.1%，同比下降1.0PCT。20H1华菱钢铁偿债指标如流动比率和速动比率均有所走弱。整体偿债能力相对稳定。本报告中，有息负债指短期借款、一年内到期的非流动负债、应付短期债券、长期借款、应付债券、长期应付款、应付票据和其他流动负债。

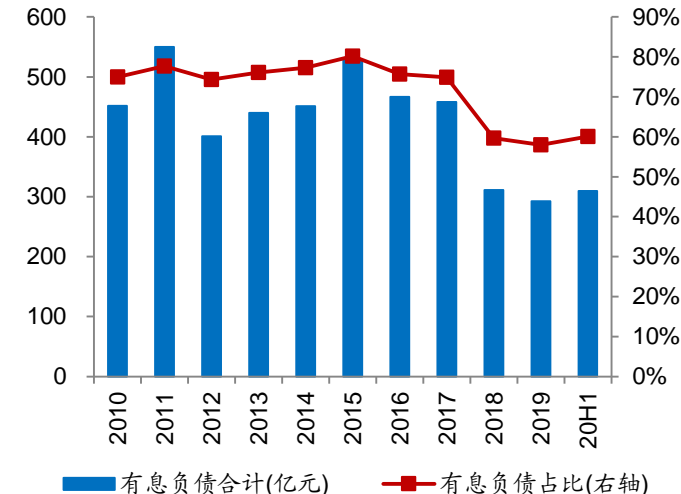
图 6：2010年以来华菱钢铁负债及资产负债率变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：历史数据已回溯调整。

图 7：2010年以来华菱钢铁有息负债及占比变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：历史数据已回溯调整。

表 7：2015年以来华菱钢铁偿债能力分析

	资产负债率	流动负债占比	有息负债占比	流动比率	速动比率
2015A	86.0%	91.6%	80.2%	45.3%	32.0%
2016A	86.9%	92.3%	75.7%	41.7%	26.7%
2017A	80.4%	79.7%	74.9%	62.2%	46.3%
2018A	62.7%	79.1%	59.7%	78.9%	58.4%
2019A	60.8%	94.0%	58.0%	69.2%	51.2%
20H1	60.1%	94.1%	60.1%	72.7%	53.2%
20H1 同比(PCT)	-0.3	9.7	-1.0	-7.4	-10.0

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：历史数据已回溯调整。

#### （四）在建工程：继续推动节能环保、结构调整、提质增效、智能制造等领域资本性开支

截至2020年6月末，华菱钢铁在建工程37.0亿元，较2019年年末增长32.2%，主要是由于公司提质增效、环保技改、信息化改造等项目增加所致。根据2020年中

报，20H1华菱钢铁环保方面累计投入约25.0亿元。根据《华菱钢铁：2020年7月15日投资者关系活动记录表》，公司未来两年每年有30.0-40.0亿元用于节能环保、结构调整、提质增效、智能制造等领域资本性开支。

**表 8：20H1华菱钢铁在建工程中部分重大项目列示（单位：亿元）**

	预算数	期初数	本期增加	转入固定资产	其他减少	期末数
环保	18.8	2.0	2.2	0.0	0.0	4.3
技改	6.0	1.9	1.1	1.1	0.0	1.9
其他	65.0	24.1	16.9	9.0	1.0	30.9
合计	89.8	28.0	20.1	10.1	1.0	37.0

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### （五）汽车板公司：瞄准高端汽车用钢市场，20H1 业绩同比大增

汽车板公司瞄准高端汽车用钢市场，与新能源汽车生产商T公司合作，20H1业绩同比大增。根据公司2020年中报，华菱钢铁的子公司汽车板公司（全称“华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司”）20H1实现营收27.8亿元、净利润1.5亿元，分别同比增长22.2%、96.0%，创投产运营以来历史同期最好水平。截至2020年6月末，华菱钢铁持有50.00%股份。根据《华菱钢铁：2020年8月27日投资者关系活动记录表》，汽车板公司主要瞄准高强度高端汽车用钢市场，20H1业绩同比大增的主要原因是与下游汽车厂商长期稳定的战略合作关系以及与知名的新能源汽车生产商T公司在新车型门环供应领域的合作。净利润升幅高于营收升幅说明汽车板公司产品结构的优化，下一步汽车板公司还将继续加大开拓市场的力度，提升高端产品占比。

根据《华菱钢铁：2020年7月2日投资者关系活动记录表》、《2020年8月27日投资者关系活动记录表》，2014年6月汽车板公司与安赛乐米塔尔合资的汽车板公司正式投产，设计年产能150万吨，2018Q4开始持续盈利，目前处于产能爬坡阶段，月产10万吨左右，产能利用率约80%。汽车板公司产品主要借助合作伙伴安赛乐米塔尔的技术优势，标志性产品包括强度高达1200MPa的先进高强度钢板（AHSS）、超高强度钢板（UHSS）和Usibor1500，以满足汽车行业更高的安全、轻量、抗腐蚀和减排要求。目前已基本完成绝大多数汽车厂商的认证工作。2019年以来，汽车板公司通过与西班牙GONVARRI合资设立的华安钢宝利公司，为多家汽车厂商提供汽车板激光拼焊等深加工服务并建立了持续稳固的合作关系。2019Q3公司与全球某知名新能源汽车生产商签订协议，为其新车型供应门环激光焊接拼焊板。

### （六）可转债：计划发行 40 亿元可转债用于提质改造等项目，已获证监会审核通过

根据2020年4月29日华菱钢铁发布的《公开发行可转换公司债券预案》，公司计划发行可转换公司债券用于提质改造等项目，并补充流动资金，募集资金总额不

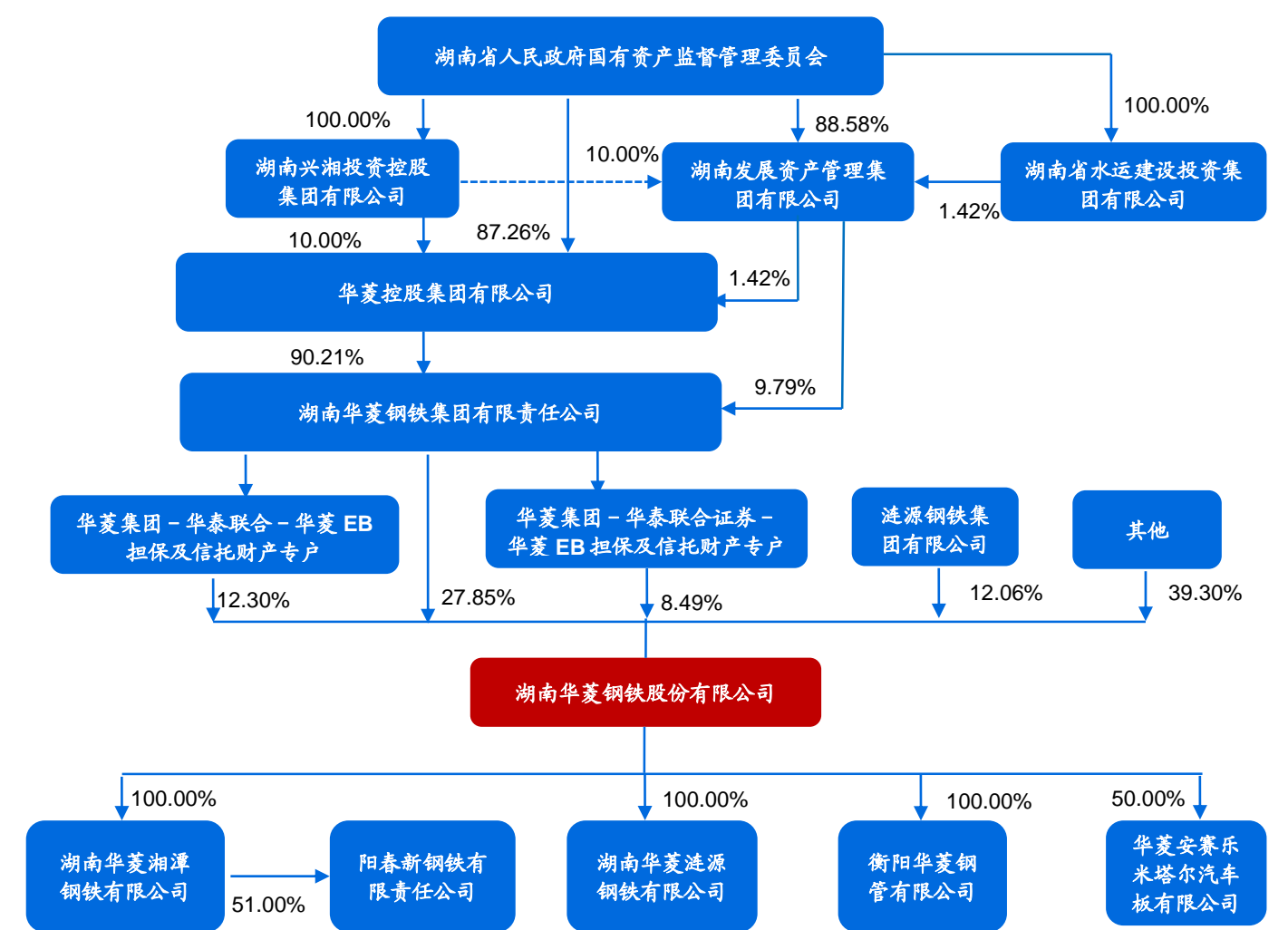
超过40亿元，每张面值100元，可转债期限为6年。根据《华菱钢铁:关于公开发行可转换公司债券申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过的公告》，2020年9月7日，公司本次公开发行可转换公司债券申请获得证监会通过。

表 9: 华菱钢铁计划发行可转债的资金用途 (单位: 万元)

序号	项目	投资总额	募集资金拟投资额
1	华菱湘钢 4.3 米焦炉环保提质改造项目	149,694	120,000
2	华菱涟钢 2250 热轧板厂热处理二期工程项目	85,739	30,000
3	华菱涟钢高速棒材生产线及配套项目建设工程项目	49,090	33,000
4	华菱涟钢工程机械用高强度产线建设项目	77,642	57,000
5	华菱钢管富余煤气和冶炼余热综合利用项目	31,009	29,400
6	华菱钢管 180 机组高品质钢管智能热处理生产线项目	14,000	10,600
7	补充流动资金	120,000	120,000
合计		527,174	400,000

数据来源: 2020 年 4 月 29 日华菱钢铁发布的《公开发行可转换公司债券预案》、广发证券发展研究中心

图 8: 截至2020年6月末, 华菱钢铁股权结构图



数据来源: 公司2020年中报、Wind、广发证券发展研究中心

## 二、2020 年计划：钢材产量增长 0.5%、品种钢占比提高至 50%，华菱湘钢和涟钢人均产钢增 8.3%至 1300 吨/人年

根据2019年年报，2020年华菱钢铁计划实现产铁2000.0万吨，钢2400.0万吨，材2300.0万吨，钢材产量较2019年实际产量增长0.5%。从生产计划完成率来看，2015年以来华菱钢铁计划完成率均超90.0%，2018年以来均超100.0%。但考虑到2019年计划产量未考虑收购阳钢事项，因此计划完成率偏高。从钢材产销率来看，华菱钢铁2015-2019年钢材产销率均在99.0%以上。

表 10：2015-2019年华菱钢铁年度生产计划完成率

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
上年年报计划钢材产量（万吨）	1562.0	1558.0	-	1768.0	1985.0
当年实际实现钢材产量（万吨）	1416.0	1488.6	1666.0	1836.1	2287.8
计划完成率	90.7%	95.5%	-	103.9%	115.3%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：2018 年钢材产量数据未回溯调整。

表 11：2015-2019年华菱钢铁年度钢材产量与销量对比

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
当年钢材产量（万吨）	1416.0	1488.6	1665.6	2151.9	2287.8
当年钢材销量（万吨）	1429.3	1514.6	1656.0	2157.6	2318.1
销量/产量	100.9%	101.7%	99.4%	100.3%	101.3%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：2018 年钢材产销量数据已回溯调整。

立足实现2020年公司经营目标，根据2019年年报，华菱钢铁将重点做好以下四个方面：（1）重点提升精益生产体系、销研产一体化攻关体系、营销服务体系运行质量。一是要提升以高炉为中心、年产铁2000.0万吨、钢2400.0万吨的精益生产体系，二是增强IPD项目团队研发能力，推动主导产品整体迈向价值链的中高端，力争2020年高效品种提高到50.0%，预计相对2019年提升5.0PCT。三是要构建集聚供、产、研、销于一体的智能化营销服务模式。（2）提升智能制造效率，推进信息化和产业运营深度融合。（3）以超低排放为目标，提升绿色发展质量。（4）挖掘管理潜能，创新体制机制，激发员工活力。争取实现华菱湘钢、华菱涟钢人均产钢1300.0吨/人年，预计相对2019年增长8.3%；大力引进“高精尖缺”人才，实施人才强企战略，新增5-10名技术领军人才，培养300名左右的核心专业人才。根据《华菱钢铁：2020年8月27日投资者关系活动记录表》，在2019年原有计划上，公司提出2020年预计固定资产投资39.8亿元，其中续建项目22.1亿元，新开工项目17.7亿



元；计划资金支出41.8亿元，其中续建项目21.2亿元，新开工项目12.6亿元。

**20H1计划完成情况：**钢材产量计划完成情况较好，人均产钢目标已提前完成，但品种钢占比离目标仍有差距。（1）**钢材产量：**根据2020年中报，华菱钢铁20H1钢材产量已完成全年计划的52.5%，计划完成情况较好。（2）**人均产钢：**根据2020年中报，华菱钢铁通过优化精简岗位人员、推进信息化建设来持续提升劳动效率，截至2020年6月末，华菱湘钢、华菱涟钢人均产钢分别达到1372.0、1340.0吨/人年，已提前达到1300.0吨/人年的人均产钢目标。（3）**品种钢占比：**根据2020年中报，20H1华菱钢铁的重点品种钢销量占比为42.6%、同比上升4.3PCT，与50.0%的目标仍存在距离。

### 三、公司看点：产品结构加速高端化，智能制造提升效率，创新体制激发员工活力

湖南华菱钢铁股份有限公司是全国十大钢铁企业和全球二十大钢铁企业之一、全球最大的宽厚板生产企业、国内第二大的无缝钢管供应商、全球技术最先进的汽车板生产企业，具有板管棒线兼有、普特结合、专业化分工生产格局。

2020年公司具备炼铁产能1773万吨、炼钢产能1955万吨、轧钢产能2178万吨，拥有湘潭、娄底和衡阳三大生产基地，即华菱湘钢、华菱涟钢和华菱钢管。公司控股股东于2012年6月将其持有的汽车板公司的股权转让给公司和安赛乐米塔尔，截至2020年6月末，华菱钢铁持有50%的汽车板公司股份。

表 12：2020年华菱钢铁生铁、粗钢、轧钢产能分布

	公司类型	2019 年归母净利润	生铁生产设备	粗钢生产设备	钢材品种	产能（万吨）
华菱湘钢	子公司	33.7 亿元	高炉： 2 座 2580m <sup>3</sup> 1 座 1800m <sup>3</sup> 1 座 1080m <sup>3</sup>	转炉： 4 座 120 吨 3 座 80 吨	棒材	130
					线材	210
					宽厚板	440
					合计	780
华菱钢管	子公司	6.8 亿元	高炉 1 座 1080m <sup>3</sup>	电弧炉： 1 座 90 吨 2 座 45 吨	无缝钢管	177
					合计	177
华菱涟钢	子公司	25.2 亿元	高炉： 1 座 3200m <sup>3</sup> 1 座 2800m <sup>3</sup> 1 座 2200m <sup>3</sup>	转炉： 2 座 210 吨 3 座 100 吨	棒材	100
					热轧板卷	641
					冷轧板卷	180
					合计	941
阳春新钢	子公司	3.5 亿元	高炉： 2 座 1250 m <sup>3</sup>	转炉： 2 座 120 吨	合计	280
汽车板公司	子公司	0.3 亿元	无	无	镀锌卷	50
					连退卷	80
					镀铝硅卷	20
					合计	150

数据来源：《湖南华菱钢铁集团有限责任公司 2020 年度第二期超短期融资券募集说明书》、2019 年 4 月 1 日广发钢铁发布的《华菱钢铁：业绩创历史新高，资本结构优化夯实业绩稳定性》、公司年报、广发证券发展研究中心

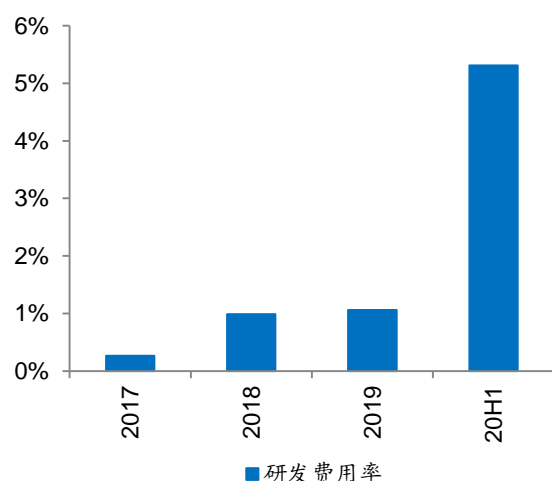
注：汽车板公司的镀锌卷、连退卷、镀铝硅卷属于板材中的冷轧板卷。

华菱钢铁享区位优势红利，湖南供需格局较好，临近市场钢材需求旺盛。湖南钢材市场供需格局较好，公司受益于区域红利带来的产品溢价。根据国家统计局数据，2019年湖南钢材产量为2452万吨，华菱钢铁2288万吨的钢材产量占湖南比重高达93%。公司位于中南地区，主要销售区域为湖南、贵州、广东、华东和西南等市场，

多为钢材净流入地区。根据《湖南华菱钢铁集团有限责任公司2020年度第二期超短期融资券募集说明书》，湖南地区钢材需求量约3000万吨，产能仅约2200万吨，钢材缺口约800万吨。湖南及周边地区（特别是广东、湖北、重庆等地）工程机械、汽车、装备制造等制造业发展迅速，钢材需求较为旺盛。以华菱湘钢为例，华菱湘钢线棒材湖南省内市场占有率达80%以上，广东市场占有率40%以上，均居首位；宽厚板湖南省内市场份额达80%，两广及西南市场份额均达20%和华东市场份额6%。

**高研发费用率助力产品结构加速升级，力争品种钢占比提高至50%，有效抵御细分市场周期波动风险。**2017年以来，华菱钢铁研发费用率震荡上升，20H1研发费用率达到5.3%，在35家申万上市钢企中排名第一。2020年公司将增强IPD项目团队研发能力，推动主导产品整体迈向价值链的中高端，力争2020年高效品种提高到50%、相对2019年提升5PCT。公司形成了板管棒线兼有、普特结合、专业化分工生产格局，产品大类结构包括宽厚板、热轧卷板、冷轧卷板、线棒材、螺纹钢、无缝钢管。公司在多个细分市场具有领先优势，横跨多个下游行业，以优异的产品、稳定的质量、超预期的服务，在能源和油气、造船和海工、机械和桥梁、汽车和家电等细分领域建立了领先优势。完善的产品结构和广泛的下游覆盖将助力公司有效抵御细分市场周期风险。

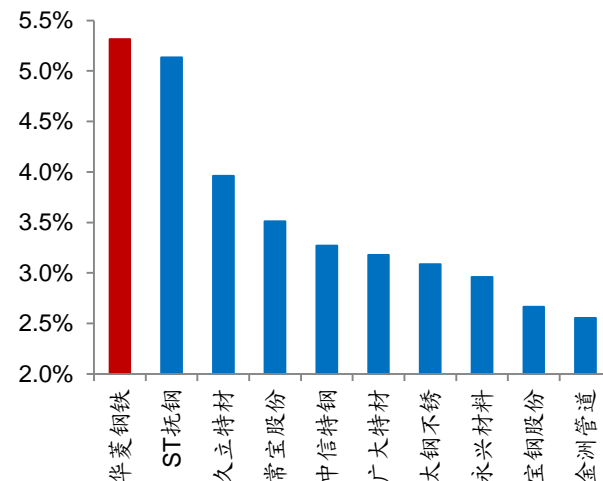
图 9：2017年以来华菱钢铁研发费用率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：历史数据已回溯调整。

图 10：20H1研发费用率排名前十的申万上市钢企情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**智能制造提升效率，推进信息化和产业运营深度融合；挖掘管理潜能，创新体制机制，激发员工活力。**公司已提前实现2020年华菱湘钢、华菱涟钢人均产钢1300.0吨/人年的目标；大力引进“高精尖缺”人才，实施人才强企战略，新增5-10名技术领军人才，培养300名左右的核心专业人才。

**资本结构持续优化，现金流稳定性有望夯实。**公司“十一五”期间通过银行贷款进行大规模的资本性投入，受累于此，公司前期资产负债率偏高、有息负债偏重，这导致公司业绩稳定性缚于债务负担。近年来公司持续优化资本结构，截至2020年6月，公司资产负债率为60.1%，同比下降0.3PCT；有息负债比率60.1%，同比下降1.0PCT，整体融资结构改善。

## 四、盈利预测和投资建议：智能制造提质增效，产品结构升级增强盈利韧性

本报告的盈利预测假设如下：

（1）量：根据2019年年报，2020年华菱钢铁计划实现产铁2000万吨、钢2400万吨、材2300万吨，钢材产量较2019年实际产量增长0.5%。从生产计划完成率来看，2015年以来华菱钢铁计划完成率均超90%，2018年以来均超100%。根据2020年中报，20H1华菱钢铁生产钢材1207万吨，我们预计2020年公司钢材产量为2400万吨。从产销量关系来看，2015年以来，公司钢材年销量比产量高1%左右，因此我们预计2020年公司钢材销量为2430万吨。综合分析公司钢材产能和市场定位，预计2021-2022年公司钢材产销量小幅增长。

（2）价：受累于新冠疫情影响，预计2020年钢材供需弱平衡，预计2020年公司主要钢材品种价格下跌3.7%左右，2021-2022年钢铁行业受疫情影响逐渐减小，需求复苏，公司主要钢材价格明显回升。

（3）毛利：2020-2022年全球铁矿石产能处于扩张期，2020年四大矿山铁矿石计划产量增长0.9%，全球粗生铁产量增速将明显回落，预计铁矿石价格有所下跌，但相对偏强。预计2020年钢铁行业供需弱平衡，钢材价格将明显下跌、跌幅大于铁矿石。但在公司层面，根据2020年中报，20H1华菱钢铁持续推进降本增效，吨钢成本同比下降9.2%，有效增厚利润空间，因此，我们预计2020年公司钢材吨钢毛利明显上升，预计2020-2021年钢材供需边际改善，吨钢毛利将稳中有升。

表 13：华菱钢铁的主营业务预测（单位：百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	76,656	101,391	107,322	108,942	111,360	113,056
其中：板材	35,593	47,517	46,666	48,523	49,812	50,590
长材	20,659	32,159	36,497	37,312	37,990	38,593
钢管	6,719	9,340	10,053	9,032	9,204	9,302
其他钢材	7,073	7,433	8,645	7,922	8,099	8,219
其他业务	6,612	4,941	5,461	6,153	6,255	6,352
营业成本合计	66,009	83,160	92,706	91,002	92,966	94,189
其中：板材	30,616	38,630	39,666	38,290	39,309	39,893
长材	16,792	25,799	31,931	32,559	33,169	33,692
钢管	5,916	7,789	8,268	7,469	7,609	7,698
其他钢材	6,170	6,196	7,660	6,731	6,888	6,896
其他业务	6,514	4,747	5,181	5,952	5,991	6,010
营业毛利合计	10,648	18,230	14,616	17,940	18,394	18,867
其中：板材	4,977	8,886	7,000	10,232	10,503	10,698
长材	3,867	6,360	4,565	4,753	4,821	4,901
钢管	803	1,551	1,785	1,563	1,595	1,604
其他钢材	903	1,237	985	1,191	1,210	1,323
其他业务	98	195	280	201	264	342

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

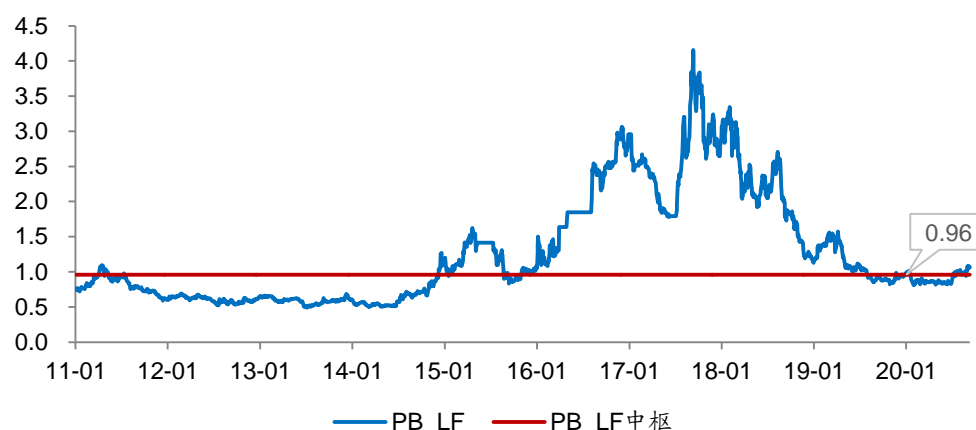
备注：2018 年数据已回溯调整。

华菱钢铁区位优势明显，产品结构持续升级，智能制造提质增效，挖潜管理效能，创新机制激发员工活力，盈利能力和韧性有望增强。暂未考虑拟发可转债因素，预计 2020-2022 年 EPS 为 1.00/1.08/1.17 元/股，对应 2020 年 9 月 11 日收盘价，2020-2022 年 PE 为 5.16/4.76/4.40 倍，2020 年 PB 为 0.93 倍。

从历史估值看，截至 2020 年 9 月 11 日，公司 2011 年至今 PB\_LF 估值中枢为 0.96 倍。参考可比公司宝钢股份、河钢股份、鞍钢股份、南钢股份、八一钢铁的 2020 年 Wind 一致预期 PE 估值分别为 11.98、14.80、15.76、7.56、10.49 倍，市值加权平均 PE 为 12.28 倍。华菱钢铁的产品结构、净利率与南钢股份更为接近，我们给予公司 2020 年 PE 估值约 8 倍，对应合理价值约为 8.00 元/股，以 2020 年预测每股净资产 5.55 元/股计算、对应 2020 年 PB 为 1.4 倍，维持公司“买入”评级。



图 11: 2011年至今华菱钢铁PB\_LF估值



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

备注: PB\_LF 估值为即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)

表 14: 华菱钢铁的可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元/股)	净利率			EPS (元/股)			PE		
			2018A	2019A	20H1	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600019.SH	宝钢股份	5.03	7.6%	4.6%	3.5%	0.42	0.49	0.52	11.98	10.27	9.67
000709.SZ	河钢股份	2.22	3.6%	2.4%	1.5%	0.15	0.17	0.19	14.80	13.06	11.68
000898.SZ	鞍钢股份	2.68	7.6%	1.7%	1.1%	0.17	0.24	0.26	15.76	11.17	10.31
600282.SH	南钢股份	3.10	10.9%	7.0%	6.0%	0.41	0.45	0.50	7.56	6.89	6.20
600581.SH	八一钢铁	3.67	3.5%	0.5%	0.7%	0.35	0.44	0.49	10.49	8.34	7.49
000932.SZ	华菱钢铁	5.15	9.4%	6.2%	6.3%	-	-	-	-	-	-

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 可比公司 2020-2022 年盈利预测取自 Wind 一致预期, 最新收盘价为 2020 年 9 月 11 日收盘价

## 五、风险提示

1. 宏观经济大幅波动;
2. 主流矿产量不达预期,铁矿石价格大幅上涨;
3. 新冠肺炎疫情对需求影响超预期;
4. 计划产量完成度低于预期。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	32,515	32,747	35,550	37,712	40,668	
货币资金	8,851	6,685	8,982	10,209	12,329	
应收及预付	12,355	5,645	8,226	7,541	7,946	
存货	8,425	8,497	8,638	8,725	8,873	
其他流动资产	2,883	11,921	9,704	11,237	11,520	
非流动资产	50,604	50,181	55,084	61,019	67,137	
长期股权投资	261	289	309	332	354	
固定资产	44,280	42,163	45,311	49,381	53,670	
在建工程	1,184	2,801	4,017	5,366	6,671	
无形资产	4,377	4,568	4,973	5,431	5,872	
其他长期资产	502	360	474	509	570	
资产总计	83,119	82,928	90,634	98,731	107,804	
流动负债	41,223	47,355	47,470	48,930	50,028	
短期借款	12,993	15,755	15,298	15,339	15,227	
应付及预收	15,779	16,166	16,398	16,621	16,894	
其他流动负债	12,452	15,434	15,774	16,970	17,908	
非流动负债	10,905	3,045	4,320	3,969	4,133	
长期借款	6,327	2,023	2,112	2,157	2,189	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	4,578	1,023	2,208	1,813	1,945	
负债合计	52,128	50,400	51,790	52,900	54,161	
股本	3,016	6,129	6,129	6,129	6,129	
资本公积	8,714	10,626	10,626	10,626	10,626	
留存收益	8,037	11,435	17,221	23,632	30,819	
归属母公司股东权益	19,792	28,220	34,004	40,415	47,603	
少数股东权益	11,199	4,308	4,839	5,416	6,040	
负债和股东权益	83,119	82,928	90,634	98,731	107,804	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	101,391	107,322	108,942	111,360	113,056
营业成本	83,160	92,636	91,002	92,966	94,189
营业税金及附加	891	757	832	829	849
销售费用	1,534	1,551	1,472	1,577	1,688
管理费用	2,517	2,519	2,208	2,063	1,930
研发费用	1,002	1,138	5,398	5,218	5,065
财务费用	1,679	942	749	726	706
资产减值损失	-214	-12	-30	-34	-33
公允价值变动收益	-4	1	1	3	2
投资净收益	87	54	68	65	67
营业利润	10,703	7,889	7,673	8,392	9,042
营业外收支	-109	-110	-103	-105	-105
利润总额	10,594	7,780	7,570	8,287	8,938
所得税	812	1,128	925	1,076	1,137
净利润	9,782	6,652	6,645	7,212	7,800
少数股东损益	2,404	2,260	532	577	624
归属母公司净利润	7,378	4,391	6,113	6,635	7,176
EBITDA	15,676	12,200	12,954	13,866	14,416
EPS（元）	2.45	0.72	1.00	1.08	1.17

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	16,347	10,771	13,147	13,674	14,256	
净利润	9,782	6,652	6,645	7,212	7,800	
折旧摊销	3,390	3,479	4,924	5,159	5,080	
营运资金变动	1,170	-798	835	531	662	
其它	2,005	1,438	743	773	713	
投资活动现金流	1,300	-7,153	-8,411	-9,858	-9,374	
资本支出	-1,733	-3,486	-8,560	-9,492	-9,181	
投资变动	-792	-3,786	-313	-303	-307	
其他	3,825	119	463	-63	113	
筹资活动现金流	-13,100	-5,368	-2,439	-2,589	-2,762	
银行借款	17,863	23,534	-368	86	-80	
股权融资	3,040	549	0	0	0	
其他	-34,002	-29,451	-2,070	-2,675	-2,682	
现金净增加额	4,555	-1,709	2,297	1,227	2,120	
期初现金余额	2,954	7,509	6,685	8,982	10,209	
期末现金余额	7,509	5,799	8,982	10,209	12,329	

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	32.2%	5.8%	1.5%	2.2%	1.5%
营业利润增长	99.9%	-26.3%	-2.7%	9.4%	7.7%
归母净利润增长	79.0%	-40.5%	39.2%	8.5%	8.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.0%	13.7%	16.5%	16.5%	16.7%
净利率	9.6%	6.2%	6.1%	6.5%	6.9%
ROE	37.3%	15.6%	18.0%	16.4%	15.1%
ROIC	21.9%	13.7%	11.8%	11.3%	10.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.7%	60.8%	57.1%	53.6%	50.2%
净负债比率	168.2%	154.9%	133.3%	115.4%	101.0%
流动比率	0.79	0.69	0.75	0.77	0.81
速动比率	0.54	0.48	0.53	0.56	0.60
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.22	1.29	1.20	1.13	1.05
应收账款周转率	31.56	29.89	30.43	30.25	30.31
存货周转率	12.03	12.63	12.61	12.76	12.74
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.45	0.72	1.00	1.08	1.17
每股经营现金流	5.42	1.76	2.14	2.23	2.33
每股净资产	6.56	4.60	5.55	6.59	7.77
<b>估值比率</b>					
P/E	2.48	6.67	5.16	4.76	4.40
P/B	0.92	1.04	0.93	0.78	0.66
EV/EBITDA	1.93	3.66	3.34	3.06	2.79

## 广发钢铁行业研究小组

李莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。