

华菱钢铁 (000932.SZ)

2022年三季报点评：业绩稳定性反复验证

增持

核心观点

盈利稳定性持续验证。2022年前三季度，面对行业需求下滑、原燃料价格高位运行等不利因素影响，公司积极把握下游市场机遇，优化产品结构，提升运营效率，表现出较强的盈利韧性。前三季度，公司实现营业收入1248.42亿元，同比下降7.88%，归母净利润51.31亿元，同比下降33.91%。其中，两家子公司汽车板公司和华菱衡钢凭借产品优势，经营业绩逆势上涨，净利润同比分别增长117%、114%。三季度单季，公司实现营业收入402.13亿元，环比下降7.61%，归母净利润13.10亿元，环比下降23.38%。

板管棒线均衡发展，加强成本传导能力。公司产品涵盖宽厚板、热冷轧薄板、线棒材、无缝钢管四大系列近万个品种规格，种类齐全。公司主体产线及技术装备处于国内领先水平，在宽厚板、高强汽车板等领域产品优势突出。随着需求波动，公司主要品种间具备较强的柔性生产切换能力，可有效弱化下游单一行业周期波动带来的负面影响。此外，公司品种钢不断完善EVI（供应商早期介入）建设，全面介入客户从研发到量产的各个环节，向客户提供整体解决方案，增加客户粘性，加强成本传导能力。

汽车板及电工钢发力，品种结构持续优化。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。目前，公司加速推进汽车板二期项目建设，预计2022年底投产，建成后将新增年产能45万吨，并引进第三代超高强塑积先进高强度及锌镁镀层等专利产品，以满足新能源汽车等领域高速增长的需求。电工钢方面，公司已成功下线第一卷取向电工钢冷硬卷，实现普通取向、升级版取向、高磁感取向原料系列牌号全覆盖，并开工建设电工钢一期项目，未来将进一步提升公司产品竞争力。

期间费用持续降低。伴随着优良的经营情况，公司有息债务规模降低，贷款利率同比降低，使公司贷款利息明显减少。此外，伴随着降本增效工作的推进，公司期间费用占比不断下降，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0.25%、1.50%、3.75%、-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：公司高端产品优质，降本增效成果显著，业绩稳居行业第一梯队。考虑到钢铁行业经营压力加大，我们下调原业绩预测。预计公司2022-2024年营业收入1657/1642/1640亿元，同比增速-3.4/-0.9/-0.1%，归母净利润66.4/68.0/69.5亿元，同比增速-31.4/2.4/2.2%；摊薄EPS为0.96/0.98/1.01元，当前股价对应PE为4.0/4.0/3.9x，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	165,678	164,216	164,042
(+/-%)	8.6%	47.2%	-3.4%	-0.9%	-0.1%
净利润(百万元)	6395	9680	6641	6798	6948
(+/-%)	45.6%	51.4%	-31.4%	2.4%	2.2%
每股收益(元)	1.04	1.40	0.96	0.98	1.01
EBIT Margin	7.3%	7.0%	5.2%	5.3%	5.3%
净资产收益率(ROE)	19.0%	21.3%	13.2%	12.3%	11.4%
市盈率(PE)	3.7	2.8	4.0	4.0	3.9
EV/EBITDA	6.4	5.4	6.7	6.3	6.1
市净率(PB)	0.71	0.59	0.53	0.48	0.44

资料来源：iFinD、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

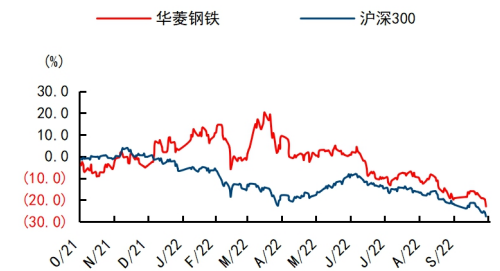
fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	3.89元
总市值/流通市值	26876/22243百万元
52周最高价/最低价	6.58/3.87元
近3个月日均成交额	199.99百万元

市场走势



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《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
- 《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

盈利稳定性持续验证。2022 年前三季度，面对行业需求下滑、原燃料价格高位运行等不利因素影响，公司积极把握下游市场机遇，优化产品结构，提升运营效率，表现出较强的盈利韧性。前三季度，公司实现营业收入 1248.42 亿元，同比下降 7.88%，归母净利润 51.31 亿元，同比下降 33.91%。其中，两家子公司汽车板公司和华菱衡钢凭借产品优势，经营业绩逆势上涨，净利润同比分别增长 117%、114%。三季度单季，公司实现营业收入 402.13 亿元，环比下降 7.61%，归母净利润 13.10 亿元，环比下降 23.38%。

图1：公司营业收入情况（亿元，%）



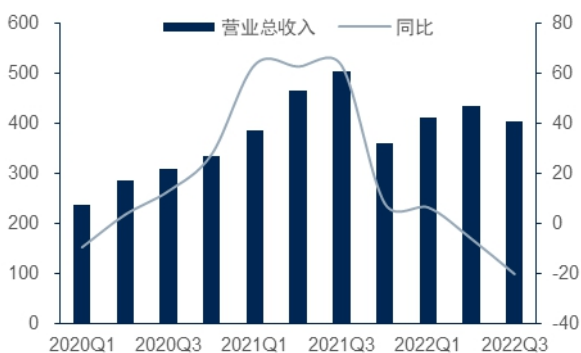
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润情况（亿元，%）



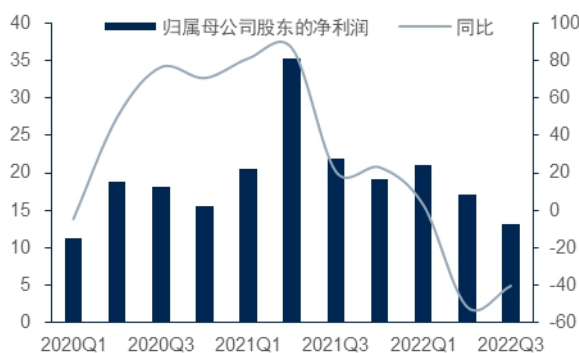
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

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，%）



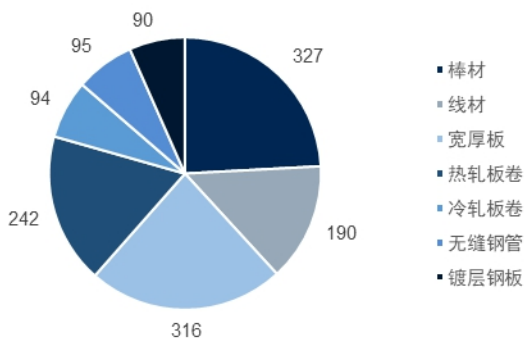
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

板管棒线均衡发展，加强成本传导能力。公司产品涵盖宽厚板、热冷轧薄板、线棒材、无缝钢管四大系列近万个品种规格，种类齐全。公司主体产线及技术装备处于国内领先水平，在宽厚板、高强汽车板等领域产品优势突出。从下游行业来看，公司产品覆盖能源及电力、汽车、房地产、基础设施、工程机械等各行各业，随着需求波动，公司主要品种间具备较强的柔性生产切换能力，可有效弱化下游单一行业周期波动带来的负面影响。此外，公司品种钢不断完善 EVI（供应商早期介入）建设，全面介入客户从研发到量产的各个环节，向客户提供整体解决方案，增加客户粘性，加强成本传导能力。

汽车板及电工钢发力，品种结构持续优化。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。目前，公司加速推进汽车板二期

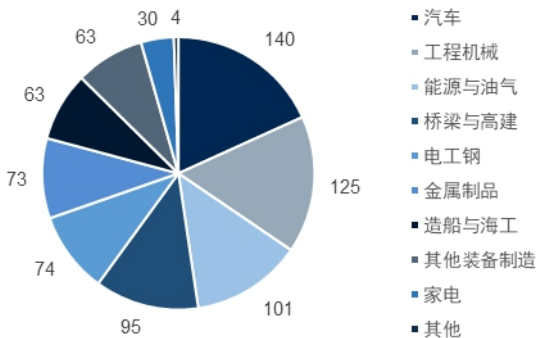
项目建设，预计 2022 年底投产，建成后将新增年产能 45 万吨，并引进第三代超
高强塑积先进高强钢及锌镁镀层等专利产品，以满足新能源汽车等领域高速增长
的需求。电工钢方面，公司已成功下线第一卷取向电工钢冷硬卷，实现普通取向、
升级版取向、高磁感取向原料系列牌号全覆盖，并开工建设电工钢一期项目。该
项目产品主要定位中高牌号无取向电工钢及取向电工钢，预计分两步建设，建设
周期 32 个月，最终实现年产 40 万吨无取向电工钢、20 万吨无取向电工钢冷硬卷、
18 万吨取向电工钢冷硬卷，未来将进一步提升公司产品竞争力。

图5：2022 年上半年分下游销量（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

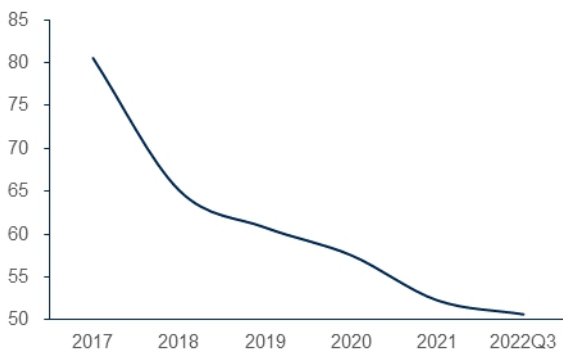
图6：2022 年上半年品种钢销量（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

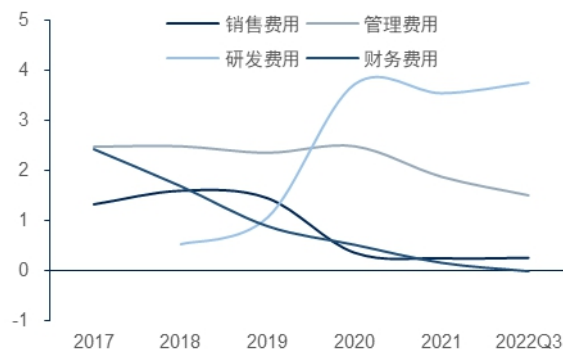
期间费用持续降低。伴随着优良的经营情况，公司有息债务规模降低，贷款利率
同比降低，使公司贷款利息明显减少。此外，伴随着降本增效工作的推进，公司
期间费用占比不断下降，前三季度，公司销售费用、管理费用、研发费用、财务
费用占营业总收入比重分别为 0.25%、1.50%、3.75%、-0.02%。

图7：公司资产负债率（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图8：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：公司高端产品优质，降本增效成果显著，业绩稳居行业第一梯队。考
虑到钢铁行业经营压力加大，我们下调原业绩预测。预计公司 2022-2024 年营业
收入 1657/1642/1640(原预测 1662/1647/1645)亿元，同比增速-3.4/-0.9/-0.1%，
归母净利润 66.4/68.0/69.5(原预测 86.4/87.6/88.6)亿元，同比增速
-31.4/2.4/2.2%；摊薄 EPS 为 0.96/0.98/1.01 元，当前股价对应 PE 为
4.0/4.0/3.9x，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 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PB (LF)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
000932	华菱钢铁	3.89	268.75	1.40	0.96	0.98	1.01	2.78	4.05	3.95	3.87	21.32	0.57	增持
600019	宝钢股份	4.95	1,102.29	1.06	0.52	0.60	0.68	4.66	9.44	8.31	7.26	12.38	0.57	买入
600282	南钢股份	3.03	186.76	0.66	0.56	0.62	0.69	4.56	5.43	4.89	4.38	15.50	0.72	增持

资料来源：iFinD、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)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	7541	7706	9652	12662	17080	营业收入	116528	171575	165678	164216	164042
应收款项	3802	5758	5447	5399	5393	营业成本	99664	149173	147549	146111	145904
存货净额	10605	11366	12727	12578	12540	营业税金及附加	669	756	663	657	656
其他流动资产	13145	20017	18225	18064	18045	销售费用	409	407	381	378	377
流动资产合计	38820	50041	51246	53898	58253	管理费用	2891	3215	2665	2643	2641
固定资产	46481	50938	51911	52626	53115	研发费用	4333	6078	5799	5748	5741
无形资产及其他	4593	4498	4318	4138	3958	财务费用	598	263	168	23	(127)
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	108707	112045	116858	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	8574	8777	8970
应付款项	15758	18310	17898	17688	17634	营业外净收支	(85)	(6)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	18695	22945	22205	21946	21880	利润总额	8032	11944	8569	8772	8965
流动负债合计	45163	53629	50103	47634	46514	所得税费用	1067	1477	1071	1096	1121
长期借款及应付债券	6164	1123	1123	1123	1123	少数股东损益	569	788	857	877	896
其他长期负债	888	958	1008	1058	1108	归属于母公司净利润	6395	9680	6641	6798	6948
长期负债合计	7052	2080	2130	2180	2230	现金流量表 (百万元)					
负债合计	52215	55709	52233	49814	48745	净利润	6395	9680	6641	6798	6948
少数股东权益	4841	5441	6083	6741	7414	资产减值准备	(123)	(4)	5	4	3
股东权益	33684	45410	50390	55489	60700	折旧摊销	3319	3224	3222	3480	3709
负债和股东权益总计	90741	106559	108707	112045	116858	公允价值变动损失	(8)	(57)	(20)	(20)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	598	263	168	23	(127)
每股收益	1.04	1.40	0.96	0.98	1.01	营运资本变动	2362	(2802)	(355)	(57)	(4)
每股红利	0.40	0.27	0.24	0.25	0.25	其它	473	640	637	654	670
每股净资产	5.50	6.57	7.29	8.03	8.79	经营活动现金流	12419	10680	10130	10860	11305
ROIC	13.69%	18.86%	13%	13%	14%	资本开支	0	(7592)	(4000)	(4000)	(4000)
ROE	18.99%	21.32%	13%	12%	11%	其它投资现金流	(816)	(1467)	0	0	0
毛利率	14%	13%	11%	11%	11%	投资活动现金流	(918)	(9214)	(4150)	(4150)	(4150)
EBIT Margin	7%	7%	5%	5%	5%	权益性融资	77	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	7%	7%	8%	负债净变化	707	(1607)	0	0	0
收入增长	9%	47%	-3%	-1%	-0%	支付股利、利息	(2464)	(1872)	(1660)	(1700)	(1737)
净利润增长率	46%	51%	-31%	2%	2%	其它融资现金流	(7207)	5657	(2373)	(2000)	(1000)
资产负债率	63%	57%	54%	50%	48%	融资活动现金流	(10644)	(1301)	(4034)	(3700)	(2737)
股息率	9.2%	7.0%	6.2%	6.3%	6.5%	现金净变动	856	165	1946	3010	4418
P/E	3.7	2.8	4.0	4.0	3.9	货币资金的期初余额	6685	7541	7706	9652	12662
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	货币资金的期末余额	7541	7706	9652	12662	17080
EV/EBITDA	6.4	5.4	6.7	6.3	6.1	企业自由现金流	0	3299	6410	7018	7337
						权益自由现金流	0	7349	3803	4911	6361

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