

# 行业景气或触底回升，盈利有望改善

华泰研究

2023年4月27日 | 中国内地

年报点评

普钢

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

5.33

研究员

SAC No. S0570517050001  
SFC No. BPN269

李斌

libin@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570522030001

马晓晨

maxiaochen@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570122070092 wangxinyan020418@htsc.com

王鑫延

+(86) 10 6321 1166

## 22年盈利承压，维持“增持”评级

4月27日公司发布年报，22年实现营收517亿元(yoy-17.7%)；归母净利润1.39亿元(yoy-96.5%)，略低于此前业绩预告(2023-005)的1.43亿元。考虑钢铁行业盈利仍有压力，但产量调控等预期下有望边际改善，并结合公司2023年经营计划，我们调整产销量及毛利率等假设，预计23-25年公司EPS分别为0.24/0.29/0.35元(前值1.45/1.47/-元)，可比公司2023PB均值0.55x(Wind一致预期)，考虑公司区位优势，给予公司0.6xPB估值(2023E)，BPS(2023E)为8.88元，对应目标价5.33元(前值7.51元)，维持“增持”评级。

## 22年钢铁行业整体承压，公司钢铁产品毛利率同比-7.25pct

在22年宏观经济经济需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，钢铁行业盈利整体承压，22年下半年行业自发进行主动减产以调节供需矛盾。公司钢材产销量同比略有下滑。2022年公司实现粗钢产量1,103万吨(yoy-3.31%)，完成年度计划的97.8%，钢材产量1085万吨(yoy-4.73%)，完成年度计划的97.7%。2022年公司钢材均价4398元/吨(yoy-14.6%)，吨毛利252元/吨(yoy-62.3%)，钢材业务毛利率5.72%(yoy-7.25pct)。

## 销售净利率22年同比大幅回落，23Q1环比小幅下降

据公司年报及一季报，22年公司销售毛利率5.53%(yoy-6.76pct)，公司积极推进全流程降本，2022年三明本部、泉州闽光、罗源闽光分别实现吨钢全流程降成本42.37元/吨、51.97元/吨、5.59元/吨，合计降本增效4.02亿元。期间费用率4.69%(yoy+1.23pct)，销售净利率0.29%(yoy-6.08pct)。23Q1，公司销售毛利率5.33%(yoy-4.69pct、qoq-2.97pct)，销售净利率-0.54%(yoy-4.71pct、qoq-1.11pct)，环比小幅下降。22年公司拟每股派息0.05元，现金分红率为87.5%。

## 行业景气有望触底回升，盈利有望改善，区域龙头具备优势

展望2023年，需求底部回升及粗钢产量调控政策下，钢厂利润有望改善。需求方面，地产“三支箭”有望逐步发力、基建投资仍将发挥托底经济作用、制造业及出口表现仍有韧性。供给方面，据财联社，2023年粗钢产量调控政策定调为平控，叠加原料供应紧张格局有望缓解，钢厂利润有望改善。公司是福建地区钢铁龙头，建材产品在福建地区市占率达50%左右，圆钢产品市占率长期保持在70%以上，中板材产品市占率稳定在80%以上，并辐射广东、江西、浙江、海南等周边省份。福建省区域经济发展前景良好，或可充分享受区位优势带来的钢材溢价优势和原料进口的低运输成本优势。

风险提示：宏观经济不及预期，下游需求不及预期，行业政策出现变化。

## 经营预测指标与估值

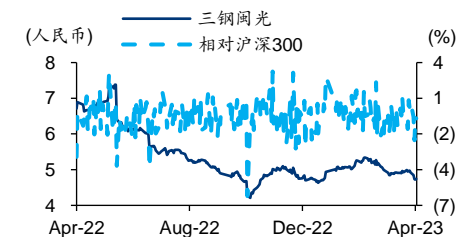
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	62,753	51,658	51,245	52,061	52,955
+/-%	29.02	(17.68)	(0.80)	1.59	1.72
归属母公司净利润(人民币百万)	3,979	138.73	596.16	709.62	858.02
+/-%	55.69	(96.51)	329.74	19.03	20.91
EPS(人民币，最新摊薄)	1.62	0.06	0.24	0.29	0.35
ROE(%)	17.16	0.70	2.94	3.43	4.04
PE(倍)	2.92	83.77	19.49	16.38	13.54
PB(倍)	0.50	0.55	0.53	0.52	0.51
EV EBITDA(倍)	1.88	11.78	5.25	4.69	3.79

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

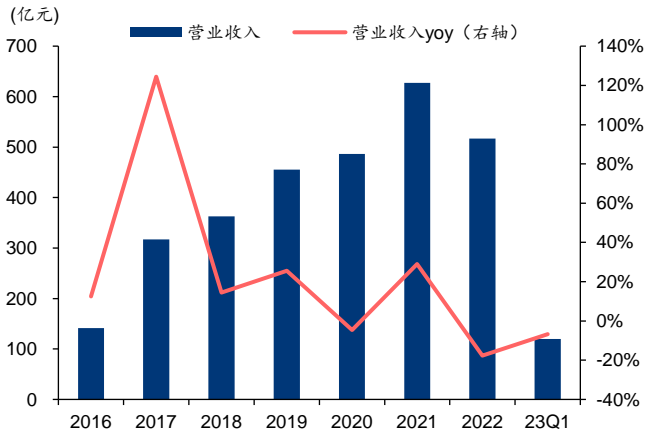
目标价(人民币)	5.33
收盘价(人民币 截至4月27日)	4.74
市值(人民币百万)	11,620
6个月平均日均成交额(人民币百万)	47.39
52周价格范围(人民币)	4.21-7.38
BVPS(人民币)	8.65

## 股价走势图



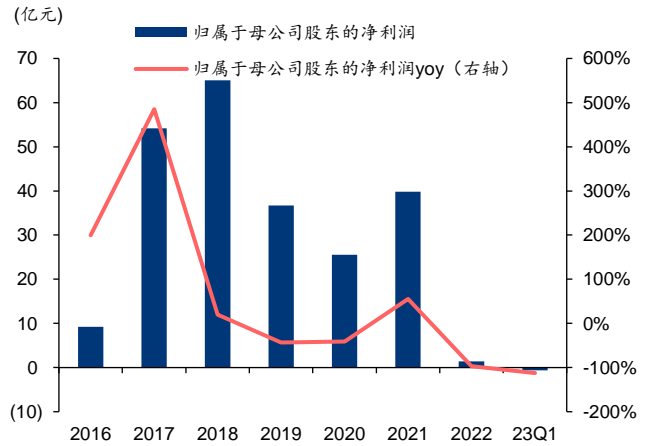
资料来源：Wind

图表1: 公司营业总收入和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 公司归母净利润和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 公司关键参数假设及财务数据对照表

	单位	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>本次假设 (2023.4.27)</b>						
<b>产品销量</b>						
钢材销量	万吨	1,142	1,082	1,075	1,075	1,075
<b>产品价格</b>						
钢材均价	元/吨	4,588	3,772	3,673	3,673	3,673
<b>关键财务数据</b>						
营业收入	百万元	62,753	51,658	51,245	52,061	52,955
销售毛利率	%	12.30%	5.53%	6.01%	6.18%	6.39%
销售净利率	%	6.37%	0.29%	1.26%	1.47%	1.75%
归母净利	百万元	3,979	139	596	710	858
<b>前次假设 (2022.4.26)</b>						
<b>产品销量</b>						
钢材销量	万吨	1,142	1,128	1,128	1,128	-
<b>产品价格</b>						
钢材均价	元/吨	4,588	4,127	4,044	4,044	-
<b>关键财务数据</b>						
营业收入	百万元	62,753	57,599	57,413	58,229	-
销售毛利率	%	12.30%	11.80%	11.64%	11.87%	-
销售净利率	%	6.37%	6.13%	6.24%	6.22%	-
归母净利	百万元	3,979	3,514	3,566	3,607	-

注: 1) 考虑钢铁行业下游需求低迷, 预计钢价仍将承压; 2) 钢铁行业产能过剩下, 预计毛利率仍有压力, 但粗钢产量调控预期及原料供应紧张有望缓解情境下, 毛利率边际或有所改善; 3) 根据公司生产经营规划及产量调控预期, 下调钢材销量假设。

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

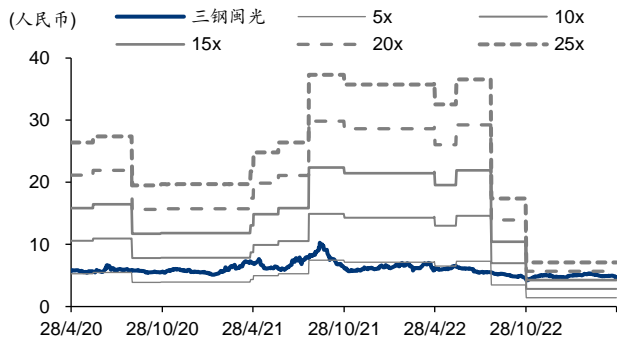
图表4: 可比公司估值表 (Wind 一致预测)

公司代码	公司简称	PB (2023E)
601003 CH	柳钢股份	0.76
000932 CH	华菱钢铁	0.65
600782 CH	新钢股份	0.44
	均值	0.55

注: 数据截至 2023 年 4 月 27 日

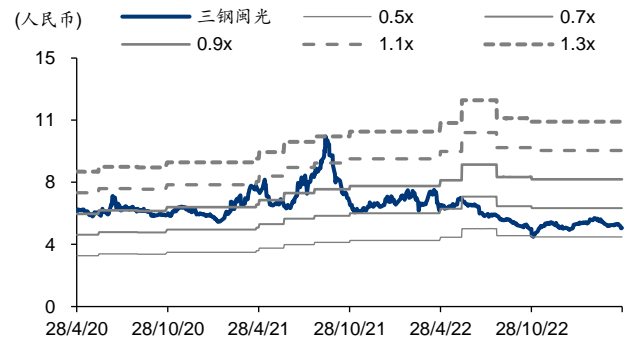
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 三钢闽光 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 三钢闽光 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	20,491	19,105	20,646	21,874	23,801
现金	7,621	5,449	7,172	8,053	10,149
应收账款	5.26	40.13	4.90	40.85	5.69
其他应收账款	21.00	55.44	20.39	56.65	21.71
预付账款	2,346	2,567	2,307	2,644	2,392
存货	3,171	2,944	3,092	3,029	3,183
其他流动资产	7,326	8,050	8,050	8,050	8,050
<b>非流动资产</b>	25,485	27,219	25,777	24,590	23,324
长期投资	396.35	420.45	489.56	561.06	641.42
固定投资	14,793	20,482	19,418	18,463	17,474
无形资产	1,655	1,549	1,645	1,756	1,730
其他非流动资产	8,640	4,768	4,225	3,810	3,480
<b>资产总计</b>	45,976	46,325	46,423	46,464	47,125
<b>流动负债</b>	20,725	22,828	22,748	22,652	23,070
短期借款	7,303	10,461	10,461	10,461	10,461
应付账款	3,032	3,693	2,944	3,787	3,045
其他流动负债	10,391	8,673	9,343	8,404	9,564
<b>非流动负债</b>	1,953	2,088	1,743	1,410	1,081
长期借款	1,411	1,495	1,151	818.18	488.93
其他非流动负债	542.01	592.07	592.07	592.07	592.07
<b>负债合计</b>	22,678	24,915	24,491	24,063	24,151
少数股东权益	123.14	121.96	170.51	228.31	298.19
股本	2,452	2,452	2,452	2,452	2,452
资本公积	3,988	3,988	3,988	3,988	3,988
留存公积	17,101	15,248	15,571	15,954	15,490
归属母公司股东权益	23,175	21,288	21,761	22,173	22,676
<b>负债和股东权益</b>	45,976	46,325	46,423	46,464	47,125

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	981.35	(896.80)	3,252	2,361	3,463
净利润	3,998	150.03	644.71	767.42	927.91
折旧摊销	1,216	1,215	1,648	1,638	1,617
财务费用	200.48	173.27	493.15	510.22	443.19
投资损失	(114.77)	(107.23)	(111.00)	(109.12)	(110.06)
营运资金变动	(4,684)	(2,449)	592.49	(428.69)	602.12
其他经营现金	365.93	121.60	(15.33)	(17.32)	(16.39)
<b>投资活动现金</b>	(3,466)	(2,784)	(81.89)	(327.72)	(227.12)
资本支出	(2,278)	(2,680)	(129.21)	(371.37)	(260.34)
长期投资	(1,296)	(242.19)	(69.11)	(71.50)	(80.36)
其他投资现金	107.97	138.99	116.42	115.16	113.58
<b>筹资活动现金</b>	1,246	427.01	(1,447)	(1,153)	(1,140)
短期借款	1,492	3,158	0.00	0.00	0.00
长期借款	545.52	84.69	(344.31)	(332.97)	(329.24)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.92)	0.17	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(790.48)	(2,816)	(1,103)	(819.60)	(811.19)
现金净增加额	(1,239)	(3,253)	1,723	880.70	2,096

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	62,753	51,658	51,245	52,061	52,955
营业成本	55,035	48,799	48,165	48,844	49,571
营业税金及附加	218.99	191.00	186.50	187.88	193.21
营业费用	38.79	48.51	29.84	30.32	30.84
管理费用	548.01	677.56	409.96	416.49	423.64
财务费用	200.48	173.27	493.15	510.22	443.19
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	8.80	16.61	12.70	14.66	13.68
投资净收益	114.77	107.23	111.00	109.12	110.06
<b>营业利润</b>	5,505	386.31	1,095	1,185	1,391
营业外收入	13.47	14.00	13.73	13.87	13.80
营业外支出	268.51	230.29	249.40	239.84	244.62
<b>利润总额</b>	5,250	170.03	859.62	959.27	1,160
所得税	1,252	20.00	214.90	191.85	231.98
<b>净利润</b>	3,998	150.03	644.71	767.42	927.91
少数股东损益	18.61	11.30	48.55	57.80	69.88
归属母公司净利润	3,979	138.73	596.16	709.62	858.02
EBITDA	6,654	1,542	2,985	3,092	3,203
EPS (人民币, 基本)	1.64	0.06	0.24	0.29	0.35

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	29.02	(17.68)	(0.80)	1.59	1.72
营业利润	48.00	(92.98)	183.52	8.21	17.33
归属母公司净利润	55.69	(96.51)	329.74	19.03	20.91
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	12.30	5.53	6.01	6.18	6.39
净利率	6.37	0.29	1.26	1.47	1.75
ROE	17.16	0.70	2.94	3.43	4.04
ROIC	18.16	1.11	4.19	5.05	6.04
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.33	53.78	52.76	51.79	51.25
净负债比率 (%)	9.78	36.52	24.00	18.03	6.97
流动比率	0.99	0.84	0.91	0.97	1.03
速动比率	0.71	0.50	0.58	0.62	0.70
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.41	1.12	1.11	1.12	1.13
应收账款周转率	14,652	2,276	2,276	2,276	2,276
应付账款周转率	16.85	14.51	14.51	14.51	14.51
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.62	0.06	0.24	0.29	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	(0.37)	1.33	0.96	1.41
每股净资产(最新摊薄)	9.45	8.68	8.88	9.04	9.25
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	2.92	83.77	19.49	16.38	13.54
PB (倍)	0.50	0.55	0.53	0.52	0.51
EV EBITDA (倍)	1.88	11.78	5.25	4.69	3.79

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李斌、马晓晨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司