

2024 年 5 月 4 日

公司研究

整体竞争优势依然明显

——华菱钢铁（000932.SZ）2024 年一季报点评

要点

事件：2024 年一季度，公司实现营业收入 370.48 亿元，同比-7.13%；实现归母净利润 3.92 亿元，同比-43.11%。

从利润总额角度来看，公司整体竞争优势仍在。（1）Q1 公司利润总额同比下滑 21.5%至 9.06 亿元，中钢协重点统计钢铁企业利润则同比下降 48%，而全国黑色金属冶炼压延加工业亏损 214 亿元，同比增亏 165 亿元；（2）Q1 公司吨钢税前利润约 137 元（假设 Q1 钢材产量为 2023 年的 1/4），全国钢铁业吨钢税前利润为-83 元，公司相对于全行业仍然有 220 元/吨的超额利润。

重要控股公司的竞争力仍在强化。（1）Q1 公司少数股东损益为 3.3 亿元，同比增长 14%；（2）2023 年全年公司少数股东损益为 16 亿元，其中归属于汽车板公司（VAMA）、华菱钢管、华菱财务公司的少数股东损益分别为 12.37 亿元、1.19 亿元、0.56 亿元，显示 Q1 重要控股公司的竞争力仍在强化。

其他板块的盈利能力有所调整。（1）Q1 公司净利润同比下降 26%，降幅超过利润总额的降幅 4.64pct，主要是所得税率同比提升了 5 个百分点至 20%，Q1 公司所得税率是 2020 年 Q1 以来的单季最高值；（2）Q1 公司归母净利润同比下降 43%，降幅超过净利润降幅 17pct；（3）一季度公司归母净利/利润总额为 43%，创 2017 年以来的单季最低值，同比下滑 16 个百分点。

存货金额有所增加。Q1 存货金额 149 亿元，创历史新高（环比增加 2%、同比增加 11%），占单季度营业收入比例为 40.15%，创 2020Q2 以来新高。

公司产品高端化的进程仍在继续：（1）汽车板二期项目 2023 年竣工投产，新增 45 万吨镀锌年产能，力争 2024 年达产；（2）硅钢成品一期项目第一步已于 2023 年 6 月底投产，产品均定位中高牌号无取向硅钢，2024 年将形成 20 万吨无取向硅钢成品、9 万吨取向硅钢半成品生产能力；（3）2024 年 3 月公告拟投资 9 亿元建设 50 万吨镀锌生产线（主要用于高端冷轧家电板），建设期 14 个月。

盈利预测、估值与评级：由于钢铁行业继续深度调整，我们分别下调公司 2024-2026 年公司归母净利润预测 28.20%、10.53%、8.33%至 38.37、53.87、62.79 亿元，但华菱钢铁作为钢铁行业龙头企业，竞争优势非常突出、品种结构有望进一步高端化，维持公司“增持”评级。

风险提示：原材料价格维持高位；钢材下游需求回落超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	168,099	163,897	169,272	173,363	176,016
营业收入增长率	-1.80%	-2.50%	3.28%	2.42%	1.53%
净利润（百万元）	6,379	5,079	3,837	5,387	6,279
净利润增长率	-34.10%	-20.38%	-24.44%	40.38%	16.56%
EPS（元）	1.04	0.74	0.56	0.78	0.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.77%	9.54%	6.91%	9.02%	9.74%
P/E	5	7	9	7	6
P/B	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-04-30

增持（维持）

当前价：5.22 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

021-52523812

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元):	360.63
一年最低/最高(元):	4.47/6.43
近 3 月换手率:	76.60%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.64	-16.69	19.67
绝对	-2.97	-3.33	9.10

资料来源：Wind

相关研报

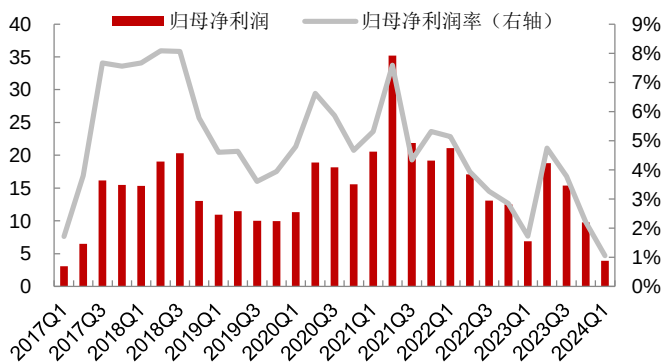
竞争优势持续显现：税前利润率是行业均值的 6.7 倍，股息率达 4.4%——华菱钢铁（000932.SZ）2023 年年报点评（2024-03-31）
Q3 归母净利润创近 5 季度次新高，经营性现金流净额创 2021 年以来新高——华菱钢铁（000932.SZ）2023 年三季报点评（2023-10-31）
由“普”向“特”，有底有劲——华菱钢铁（000932.SZ）投资价值分析报告（2023-09-08）

表 1：华菱钢铁主要季度财务指标（亿元，%）

单位：亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
主营业务收入	385.96	462.50	503.77	359.52	409.63	433.59	400.69	437.08	397.62	395.10	405.70	440.55	369.12
同比增长率	63%	63%	63%	8%	6%	-6%	-20%	22%	-3%	-9%	1%	1%	-7%
毛利	46.69	67.10	54.28	51.97	48.34	46.95	38.87	39.37	29.50	44.23	44.40	35.98	21.64
毛利率	12.10%	14.51%	10.77%	14.45%	11.80%	10.83%	9.70%	9.01%	7.42%	11.19%	10.94%	8.17%	5.86%
销售费用	1.18	1.34	1.00	0.55	0.96	1.03	1.13	1.48	1.03	1.13	0.94	1.35	1.06
财务费用	0.55	0.35	0.49	1.23	0.66	-0.32	-0.61	0.09	0.31	-0.28	0.18	0.51	0.60
管理费用	6.30	7.18	8.20	10.48	6.29	6.62	5.79	-1.05	4.07	4.28	4.91	3.84	4.19
研发费用	11.58	14.86	17.92	16.42	14.34	16.89	15.60	17.58	13.51	15.62	17.48	21.67	12.88
期间费用率	5.08%	5.13%	5.48%	7.98%	5.43%	5.59%	5.47%	4.14%	4.76%	5.25%	5.80%	6.22%	5.07%
税前利润	25.98	43.33	26.63	23.51	26.43	21.63	18.79	19.88	11.55	24.81	22.29	16.22	9.06
归属母公司净利润	20.54	35.21	21.89	19.16	21.11	17.10	13.10	12.48	6.89	18.80	15.37	9.74	3.92
净利率	5.32%	7.61%	4.35%	5.33%	5.15%	3.94%	3.27%	2.85%	1.73%	4.76%	3.79%	2.21%	1.06%
同比增长率	81%	86%	21%	23%	3%	-51%	-40%	-35%	-67%	10%	17%	-22%	-43%
扣非净利润	20.47	35.11	21.71	18.45	20.49	16.79	12.32	12.51	6.44	18.44	15.08	6.83	3.23
期末净资产	405	450	487	509	530	538	557	576	602	610	629	643	650
年化 ROE	20.26%	31.31%	17.98%	15.07%	15.92%	12.71%	9.41%	8.66%	4.57%	12.34%	9.77%	6.05%	2.41%

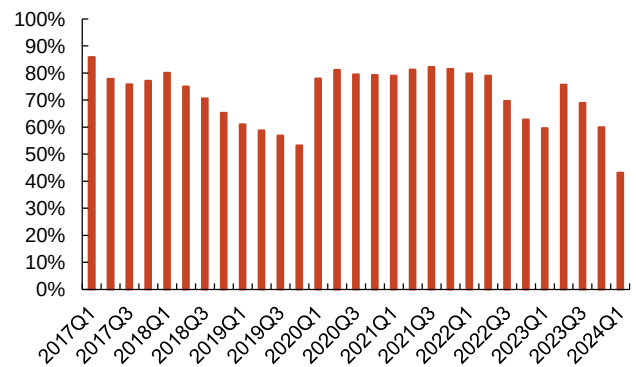
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 1：公司季度归母净利润及归母净利润率同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司归母净利润/利润总额创 2017 年以来单季最低



资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	168,099	163,897	169,272	173,363	176,016
营业成本	150,745	148,486	153,878	156,020	157,151
折旧和摊销	3,376	3,842	3,433	3,540	3,655
税金及附加	666	653	675	691	702
销售费用	461	446	440	433	422
管理费用	1,765	1,711	1,760	1,786	1,795
研发费用	6,441	6,828	7,052	7,222	7,333
财务费用	-18	72	678	701	761
投资收益	147	470	470	470	470
营业利润	8,714	7,491	5,569	7,289	8,655
利润总额	8,673	7,487	5,552	7,269	8,641
所得税	999	847	628	822	978
净利润	7,675	6,640	4,924	6,447	7,664
少数股东损益	1,296	1,561	1,087	1,060	1,385
归属母公司净利润	6,379	5,079	3,837	5,387	6,279
EPS(元)	1.04	0.74	0.56	0.78	0.91

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9,457	5,273	6,650	7,592	8,940
净利润	6,379	5,079	3,837	5,387	6,279
折旧摊销	3,376	3,842	3,433	3,540	3,655
净营运资金增加	2,191	11,939	2,024	2,783	2,767
其他	-2,488	-15,587	-2,644	-4,117	-3,761
投资活动产生现金流	-13,926	-15,997	-5,054	-5,410	-5,402
净资本支出	-6,094	-6,204	-5,100	-5,100	-5,100
长期投资变化	726	1,000	-700	-700	-700
其他资产变化	-8,558	-10,793	746	390	398
融资活动现金流	5,768	5,989	-2,134	509	576
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,679	5,095	376	2,573	3,000
无息负债变化	3,710	1,598	1,524	335	359
净现金流	1,535	-4,544	-538	2,691	4,114

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	10.3%	9.4%	9.1%	10.0%	10.7%
EBITDA 率	7.0%	6.5%	5.5%	6.4%	7.2%
EBIT 率	5.0%	4.2%	3.4%	4.4%	5.1%
税前净利润率	5.2%	4.6%	3.3%	4.2%	4.9%
归母净利润率	3.8%	3.1%	2.3%	3.1%	3.6%
ROA	6.4%	5.0%	3.6%	4.4%	4.9%
ROE (摊薄)	12.8%	9.5%	6.9%	9.0%	9.7%
经营性 ROIC	11.4%	7.5%	6.0%	7.4%	8.4%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	52%	52%	51%	50%	49%
流动比率	1.17	1.28	1.37	1.48	1.60
速动比率	0.92	1.00	1.00	1.05	1.12
归母权益/有息债务	3.09	2.50	2.56	2.47	2.37
有形资产/有息债务	7.11	5.98	6.12	5.81	5.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	119,690	133,133	138,367	146,544	156,023
货币资金	11,159	5,616	5,078	7,769	11,883
交易性金融资产	1,458	1,804	1,804	1,774	1,758
应收账款	4,513	5,252	5,425	5,556	5,641
应收票据	612	723	746	764	776
其他应收款 (合计)	117	99	102	105	106
存货	12,262	14,554	18,465	21,843	25,144
其他流动资产	14,399	16,414	15,876	15,467	15,202
流动资产合计	58,334	66,648	69,829	75,670	82,933
其他权益工具	42	530	204	259	331
长期股权投资	726	1,000	1,700	2,400	3,100
固定资产	49,493	53,536	53,442	53,561	53,803
在建工程	6,248	5,391	6,668	7,626	8,345
无形资产	4,551	5,729	5,714	5,693	5,679
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	37	20	36	36	36
非流动资产合计	61,356	66,484	68,539	70,874	73,090
总负债	62,097	68,791	70,691	73,599	76,958
短期借款	4,615	3,051	427	0	0
应付账款	10,479	10,176	10,546	10,693	10,770
应付票据	15,937	16,131	16,717	16,950	17,072
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5,875	6,979	8,054	8,259	8,392
流动负债合计	49,997	51,872	51,109	51,202	51,681
长期借款	10,913	15,574	18,574	21,574	24,574
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,055	1,245	1,002	817	697
非流动负债合计	12,100	16,919	19,582	22,397	25,277
股东权益	57,592	64,341	67,677	72,945	79,066
股本	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909
公积金	15,431	15,451	15,835	16,373	17,001
未分配利润	27,566	30,894	32,759	36,429	40,537
归属母公司权益	49,939	53,260	55,508	59,716	64,453
少数股东权益	7,653	11,082	12,169	13,228	14,613

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.27%	0.27%	0.26%	0.25%	0.24%
管理费用率	1.05%	1.04%	1.04%	1.03%	1.02%
财务费用率	-0.01%	0.04%	0.40%	0.40%	0.43%
研发费用率	3.83%	4.17%	4.17%	4.17%	4.17%
所得税率	12%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.24	0.23	0.17	0.22	0.27
每股经营现金流	1.54	0.76	0.96	1.10	1.29
每股净资产	8.15	7.71	8.03	8.64	9.33
每股销售收入	27.43	23.72	24.50	25.09	25.48

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	5	7	9	7	6
PB	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.0	7.1	8.5	7.2	6.4
股息率	4.6%	4.4%	3.3%	4.3%	5.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP