

# 常宝股份 (002478.SZ)

## 钢管产能将扩张至百万吨，医疗业务提升盈利能力

### 核心观点：

- **2019 年业绩：**钢管量减价涨，营业收入、归母净利润分别减少 1.7%、增加 25.2%至 52.9、6.0 亿元。每股收益 0.63 元/股，ROE（摊薄）为 13.5%。（1）2019 年分红预案：拟每 10 股派现金红利 1.3 元（含税）。（2）业务结构：钢管业务营收、毛利占比分别为 80.7%、72.6%，销售毛利率明显提升，国外市场毛利占比、毛利率均提高。（3）盈利能力：吨钢管盈利能力明显提升，吨钢管期间费用大幅上升。（4）经营质量：获现能力相对稳定，营运能力有所下降，偿债能力明显提升。
- **2020Q1 业绩：**营业收入、归母净利润同比分别减 31.0%、31.1%至 9.1、0.9 亿元，盈利能力明显下降，控费能力、经营质量相对稳定。
- **2020 年计划：**建设特种专用管材、高端管线管智能生产线等项目，力争能源管材形成百万吨规模、结构升级，医疗服务业务提升盈利能力。
- **公司看点：**目前我国原油对外依赖度较高，三大油增储上产“七年行动计划”（2019-2025 年）逐步落实，疫情和油价波动短期因素不改我国中长期油气投资增长趋势，油套管产品有望稳定增长。公司推进页岩气和特种专用管材项目，高研发投入助产品结构升级，盈利能力有望增强。公司 PE\_TTM、PB\_LF 估值均处 2011 年以来底部。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.44/0.54/0.62 元/股，对应 2020 年 5 月 14 日收盘价，2020-2022 年 PE 为 11.24/9.05/7.91 倍。我们对钢管和医疗服务业务进行分部估值，考虑钢管业务较高的产品定位、产能扩张、高研发投入助结构升级，同时医疗服务业务稳中向好发展，经测算 2020 年公司业务总体内在价值为 73.99 亿元，对应 2020 年合理价值为 7.71 元/股，对应 20 年 PE 为 17.52 倍，维持“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；重点项目计划产量完成度低于预期；新冠疫情、石油暴跌对需求影响超预期。

### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,376	5,285	4,809	5,487	6,067
增长率(%)	53.8	-1.7	-9.0	14.1	10.6
EBITDA(百万元)	830	998	717	827	927
归母净利润(百万元)	480	601	419	521	596
增长率(%)	234.3	25.2	-30.3	24.2	14.4
EPS（元/股）	0.50	0.63	0.44	0.54	0.62
市盈率（P/E）	9.19	9.45	11.24	9.05	7.91
市净率（P/B）	1.11	1.27	0.96	0.87	0.78
EV/EBITDA	3.69	4.27	4.27	3.47	2.85

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

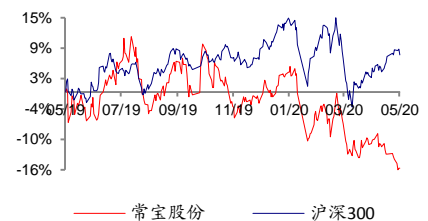
### 公司评级

当前价格	4.93 元
合理价值	7.71 元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-15

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	959.99/598.71
总市值/流通市值（百万元）	4733/2952
一年内最高/最低（元）	6.53/4.91
30 日日均成交量/成交额（百万）	3.8/19.6
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-13.05/-11.01

### 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：

- 常宝股份 (002478.SZ) :油气 2019-08-29  
高景气、发力高端产品，公司  
净利创同期新高
- 常宝股份 (002478.SZ) :钢管、 2019-06-19  
医疗双轮驱动，油气高景气、  
产能扩张提升业绩弹性

## 目录索引

一、2019 年业绩：钢管量减价涨，营业收入、归母净利润分别减 1.7%、增 25.2% .....	4
（一）业务拆分：钢管业务营收、毛利占比分别为 80.7%、72.6%，销售毛利率明显提升，国外市场毛利占比和毛利率均提高 .....	5
（二）盈利能力：吨钢管盈利能力明显提升，吨钢管期间费用大幅上升 .....	7
（三）经营质量：获现能力相对稳定，营运能力有所下降，偿债能力明显提升 .....	9
（四）在建工程与重点建设项目：重点推进高端产线建设运行，力争 2020 年能源管材产能达 100 万吨以上 .....	10
二、2020Q1 业绩：营业收入、归母净利润同比分别减 31.0%、31.1% .....	12
三、2020 年计划：能源管材力争形成百万吨产能、产品结构升级，医疗服务提升盈利能力 .....	14
四、公司看点：产能将扩张至百万吨，产品结构持续升级，PB_LF 估值处 2011 年来底部 .....	15
五、盈利预测与投资建议：高端产线投产助产能扩张至百万吨，产品结构升级增强盈利韧性，维持“买入”评级 .....	19
六、风险提示 .....	22

## 图表索引

图 1: 2010-2019 年常宝股份营业收入及同比增速 .....	4
图 2: 2010-2019 年常宝股份归母净利润及同比增速 .....	4
图 3: 2015-2019 年常宝股份吨钢管期间费用情况 (元/吨) .....	8
图 4: 2019 年常宝股份获现能力分析 .....	9
图 5: 2010-2019 年常宝股份负债及资产负债率变化 .....	10
图 6: 2010-2019 年常宝股份有息负债及占比变化 .....	10
图 7: 2009-2019 年我国新开发油井数与“三大油”资本开支情况 .....	15
图 8: 2020Q1 申万钢企研发费用率排名前十情况 .....	16
图 9: 2010-2019 年常宝股份股息率与现金分红比例情况 .....	16
图 10: 2011 年至今常宝股份 PE_TTM 估值 .....	17
图 11: 2011 年至今常宝股份 PB_LF 估值 .....	17
图 12: 截至 2020 年 3 月末, 常宝股份股权结构图 .....	17
表 1: 2019 年常宝股份分季度利润表拆分 .....	5
表 2: 2019 年常宝股份业务分行业、分产品、分区域拆分 .....	7
表 3: 2018-2019 年常宝股份钢材品种盈利与行业情况比较 (单位: 元/吨) .....	7
表 4: 2019 年常宝股份期间费用率分季度情况 .....	8
表 5: 2015-2019 年常宝股份营运能力分析 .....	9
表 6: 2015-2019 年常宝股份偿债能力分析 .....	10
表 7: 2019 年常宝股份重要在建工程情况 (单位: 万元) .....	10
表 8: 2020 年一季度常宝股份毛利率与净利率情况 .....	12
表 9: 2020 年一季度常宝股份期间费用率情况 .....	12
表 10: 2020 年一季度常宝股份经营质量分析 .....	13
表 11: 公司简称全称对照表 .....	18
表 12: 常宝股份的主营业务预测 (单位: 万元) .....	20
表 13: 常宝股份钢管业务的可比公司估值表 .....	21
表 14: 常宝股份医疗服务业务的可比公司估值表 .....	21

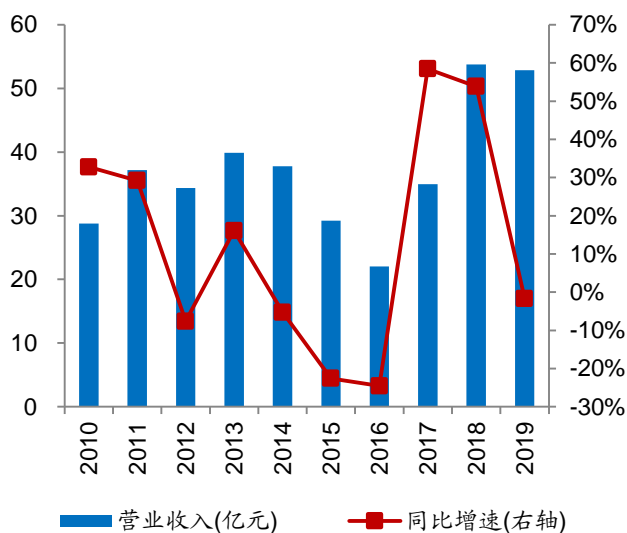
## 一、2019 年业绩：钢管量减价涨，营业收入、归母净利润分别减 1.7%、增 25.2%

根据2019年公司年报，2019年常宝股份分别生产、销售无缝钢管54.1、51.3万吨，同比分别减少7.9%、6.2%。

2019年，常宝股份实现营业收入52.9亿元，同比减少1.7%，归母净利润6.0亿元、同比增加25.2%，归母扣非净利润5.9亿元、同比增加19.2%，每股收益0.63元/股、同比增加28.6%，销售毛利率25.8%、同比上升3.8PCT，销售净利率12.6%、同比上升2.7PCT，ROE（摊薄）为13.5%、同比上升1.4PCT。

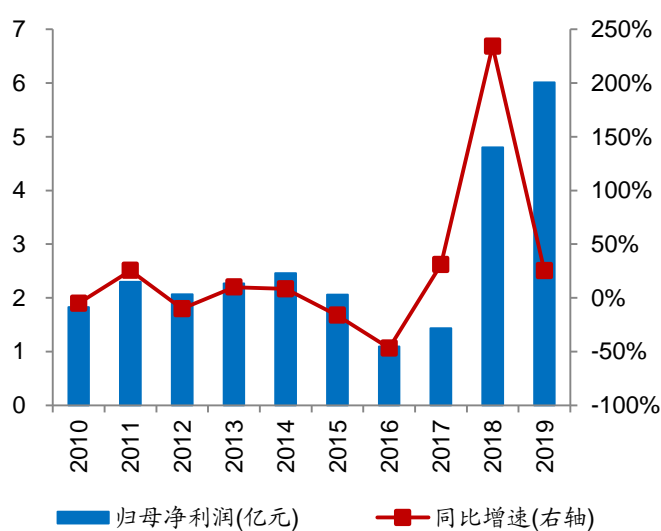
**常宝股份2019年度利润分配预案：**根据2019年年报，公司拟以未来实施分配方案时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.3元（含税），送红股0股（含税），不以公积金转增股本。

图 1：2010-2019年常宝股份营业收入及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：2010-2019年常宝股份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

从全年来看：2019年常宝股份营业成本降幅大于营业收入降幅，促使毛利增加15.4%至13.6亿元。2019年，常宝股份的营业税金及附加、销售费用、财务费用、资产减值损失、其他经营收益、营业利润、利润总额、所得税费用均大幅上升，升幅分别为20.0%、10.2%、57.8%、67.2%、70.6%、23.4%、68.5%、27.6%、44.2%。

表 1：2019年常宝股份分季度利润表拆分

	2019A	同比	19Q1	同比	19Q2	同比	19Q3	同比	19Q4	同比
营业收入（亿元）	52.9	-1.7%	13.1	18.6%	14.4	4.3%	13.8	-8.4%	11.5	-16.7%
营业成本（亿元）	39.2	-6.5%	10.0	10.7%	10.4	-4.0%	10.3	-10.3%	8.5	-19.7%
毛利（亿元）	13.6	15.4%	3.1	53.4%	4.0	35.0%	3.5	-2.3%	3.0	-6.9%
营业税金及附加（亿元）	0.3	20.0%	0.1	109.0%	0.0	-30.9%	0.1	-26.3%	0.1	63.0%
销售费用（亿元）	1.6	10.2%	0.3	39.9%	0.5	23.6%	0.4	-8.7%	0.4	1.7%
管理费用（亿元）	2.0	-7.8%	0.4	-7.1%	0.5	-7.5%	0.5	-1.1%	0.6	-13.3%
研发费用(亿元)	1.8	-1.4%	0.4	8.3%	0.5	20.3%	0.4	-12.4%	0.4	-15.9%
财务费用（亿元）	-0.1	57.8%	0.1	-71.6%	-0.1	75.4%	-0.1	16.2%	0.0	95.2%
资产减值损失（亿元）	-0.3	-67.2%	-0.2	-238.0%	0.1	178.4%	0.0	97.3%	-0.2	-2035.0%
信用减值损失（亿元）	-0.1	-	0.0	-	-0.2	-	0.0	-	0.1	-
其他经营收益（亿元）	0.3	70.6%	0.0	-31.2%	0.1	16.6%	0.1	275.8%	0.1	122.5%
营业利润（亿元）	8.0	23.4%	1.7	142.5%	2.5	27.8%	2.4	8.9%	1.4	-14.1%
营业外收支（亿元）	-0.1	68.5%	0.0	75.4%	0.0	75.5%	0.0	93.2%	-0.1	58.4%
利润总额（亿元）	7.9	27.6%	1.7	145.2%	2.5	31.0%	2.4	11.3%	1.4	-9.1%
所得税费用（亿元）	1.2	44.2%	0.2	55.2%	0.3	96.8%	0.4	15.0%	0.3	39.1%
归母净利润（亿元）	6.0	25.2%	1.4	190.0%	2.0	24.0%	1.8	10.1%	0.9	-20.7%

数据来源：公司财报、经营数据公告、广发证券发展研究中心

备注：历史数据已回溯调整。

**（一）业务拆分：钢管业务营收、毛利占比分别为 80.7%、72.6%，销售毛利率明显提升，国外市场毛利占比和毛利率均提高**

通过拆分2019年常宝股份主营业务分行业和分产品结构可知：钢管业务依旧是公司创收、创利的主要来源，其中油套管营收、毛利占比约50%；医疗服务业营收、毛利占比明显上升，国内为主要营收、毛利来源的市场，国外市场营收和毛利均增长、占比大幅提高。从钢管用途与特性看，油套管主要用于钻井过程中和完井后对井壁的支撑的一次性消耗材，锅炉管主要用来制造超临界、超超临界锅炉的过热器、再热器、水冷壁、省煤器等，要求其具有高的持久强度和高的抗氧化腐蚀性，并具有良好的组织稳定性。

**1. 营收：2019年常宝股份钢管业务营收占比80.7%、同比下降3.2PCT，其中油套管营收占比48.3%，同比下降0.7PCT，国外市场营收明显增长、营收占比26.3%**

(1) 分行业看，2019年，公司钢管业务营收42.6亿元、同比减5.5%，营收占比达80.7%、同比降3.2PCT；医疗服务业营收达10.2亿元、同比增长18.1%，占比19.3%、同比升3.2PCT。(2) 分产品看，2019年，常宝股份油套管营收25.5亿元、同比减少3.1%，营收占比48.3%、同比降0.7PCT；锅炉管营收10.6亿元、同比下降10.6%，营收占比20.0%、同比降2.0PCT；其他管营收6.5亿元、同比减少6.0%，营收占比12.3%、同比下降0.6PCT。(3) 分区域看，2019年，常宝股份国内营收39.0亿元、同比减少4.6%，占比73.7%、同比下降2.3PCT；国外营收13.9亿元、同比增加7.6%，占比26.3%、同比上升2.3PCT。

**2. 毛利：2019年常宝股份钢管业务毛利占比72.6%、同比下降1.3PCT，其中油套管毛利占比53.6%，同比上升0.8PCT；国外市场毛利同比增长82.2%，毛利占比达41.6%，同比升15.3PCT**

(1) 分行业看，2019年公司钢管业务毛利9.9亿元、同比增加13.4%，占比72.6%、同比下降1.3PCT；医疗服务业毛利3.7亿元、同比上升21.1%，占比27.4%、同比上升1.3PCT。(2) 分产品看，2019年油套管毛利7.3亿元、同比增加17.2%，占比53.6%、同比上升0.8PCT；锅炉管毛利1.9亿元、同比增加4.8%，毛利占比14.2%、同比下降1.4PCT；其他管毛利0.7亿元、同比增长1.3%，毛利占比4.8%、同比下降0.7PCT。(3) 分区域看，2019年，常宝股份国内毛利为8.0亿元、同比减少8.5%，毛利占比58.4%、同比下降15.3PCT；国外市场毛利达5.7亿元、同比增加82.2%，毛利占比41.6%、同比上升15.3PCT。

**3. 毛利率：受益于较高的油气市场景气度，2019年常宝股份毛利率均明显上升，其中油套管毛利率升幅最大；国外市场毛利率大幅上升，远高于国内市场毛利率**

(1) 分行业看，2019年公司销售毛利率为25.8%、同比上升3.8PCT。其中，钢管业毛利率为23.2%、同比上升3.9PCT，医疗服务业务毛利率为36.6%、同比上升0.9PCT。(2) 分产品看，2019年油套管毛利率最高，达28.6%，同比升5.0PCT，根据《常宝股份:2020年4月30日投资者关系活动记录表》，油套管高毛利率的主要原因是①公司调整市场结构，提升出口比例，2019年国外销售油套管占比在50%以上；②公司产品结构升级，提高平均毛利；③公司油套管的出口退税调整；④汇率对出口的价格也产生了一定的正面影响。锅炉管毛利率为18.3%、同比上升2.7PCT；其他管毛利率为10.1%，同比升0.7PCT。(3) 分区域看，2019年，常宝股份国外市场毛利率大幅上升，且远高于国内市场毛利率。国内市场毛利率20.4%，同比下降0.9PCT；国外市场毛利率40.8%，同比上升16.7PCT。



表 2：2019年常宝股份业务分行业、分产品、分区域拆分

2019 年	营收 (亿元)	占比	同比(PCT)	毛利 (亿元)	占比	同比(PCT)	毛利率	同比(PCT)
分行业:								
钢管业务	42.6	80.7%	-3.2	9.9	72.6%	-1.3	23.2%	3.9
医疗服务	10.2	19.3%	3.2	3.7	27.4%	1.3	36.6%	0.9
分产品:								
油套管	25.5	48.3%	-0.7	7.3	53.6%	0.8	28.6%	5.0
锅炉管	10.6	20.0%	-2.0	1.9	14.2%	-1.4	18.3%	2.7
其他管	6.5	12.3%	-0.6	0.7	4.8%	-0.7	10.1%	0.7
分区域:								
国内	39.0	73.7%	-2.3	8.0	58.4%	-15.3	20.4%	-0.9
国外	13.9	26.3%	2.3	5.7	41.6%	15.3	40.8%	16.7
合计	52.9	100.0%	0.0	13.6	100.0%	0.0	25.8%	3.8

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## （二）盈利能力：吨钢管盈利能力明显提升，吨钢管期间费用大幅上升

### 1.吨钢管盈利能力：2019年常宝股份吨钢管营收微升，吨钢管毛利大幅上升

2019年公司吨钢管营收微幅上升，吨钢管毛利大幅上升，吨钢管盈利能力提升。具体而言，2019年常宝股份吨钢管营收、吨钢管毛利分别为8307、1928元/吨，同比分别上升0.8%、20.9%。

表 3：2018-2019年常宝股份钢材品种盈利与行业情况比较（单位：元/吨）

	常宝股份	
	吨钢管营收	吨钢管毛利
2018 年	8244	1595
2019 年	8307	1928
2019 年同比	0.8%	20.9%

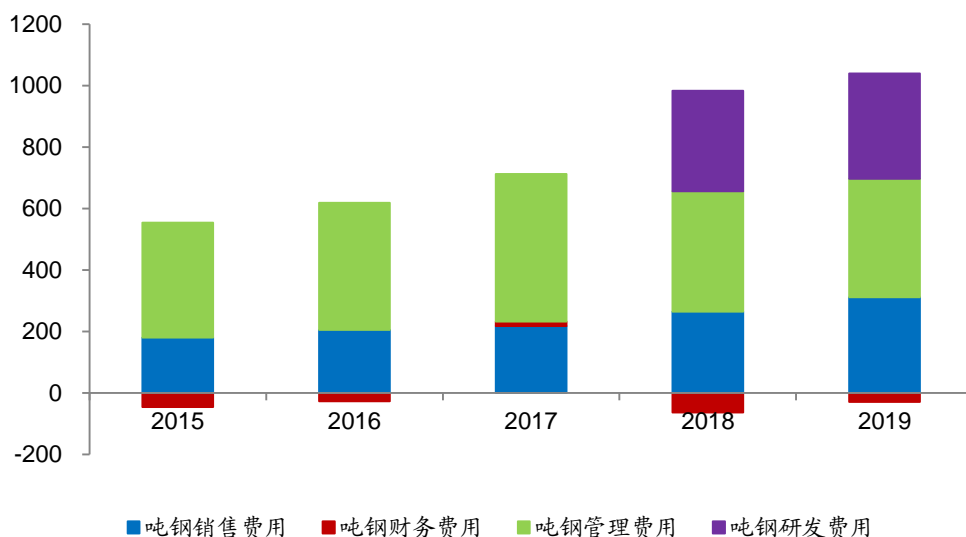
数据来源：公司财报、Mysteel、广发证券发展研究中心

### 2.费用控制能力：2019年吨钢管管理和财务费用大幅增长，带动吨钢管期间费用上升10.0%

2019年，常宝股份期间费用合计5.2亿元、同比上升3.1%。其中，销售费用1.6亿元、同比上升10.2%；财务费用-0.1亿元，同比上升57.8%；管理费用2.0亿元、同比下降7.8%；研发费用1.8亿元，同比下降1.4%。

**吨钢管期间费用：2019年常宝股份吨钢管期间费用1011.1元/吨、同比上升10.0%。**其中，吨钢管销售费用311.2元/吨，同比上升17.5%；吨钢管财务费用-28.7元/吨，同比上升55.0%；吨钢管管理费用385.1元/吨，同比下降1.7%；吨钢管研发费用343.6元/吨，同比上升5.2%。

图 3：2015-2019年常宝股份吨钢管期间费用情况（元/吨）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**期间费用率：2019年常宝股份期间费用率9.8%、同比上升0.5PCT，四季度为全年最高、三季度为全年最低。**（1）分季度来看，2019年常宝股份的销售、财务、管理费用率波动较大，分别在2.4%~3.4%、-0.8%~0.5%、3.2%~5.1%区间内波动；研发费用率较稳定，在3.0%-3.6%区间内波动。（2）从全年来看，常宝股份销售费用率、财务费用率、管理费用率和研发费用率分别为3.0%、-0.3%、3.7%和3.3%，较2018年分别升0.3PCT、升0.4PCT、降0.2PCT和持平。

表 4：2019年常宝股份期间费用率分季度情况

	期间费用率	销售费用率	财务费用率	管理费用率	研发费用率
2019Q1	9.1%	2.4%	0.5%	3.2%	3.0%
2019Q2	9.5%	3.3%	-0.7%	3.4%	3.5%
2019Q3	9.0%	3.0%	-0.8%	3.5%	3.2%
2019Q4	12.0%	3.4%	0.0%	5.1%	3.6%
2019A	9.8%	3.0%	-0.3%	3.7%	3.3%
2019A 同比（PCT）	0.5	0.3	0.4	-0.2	0.0

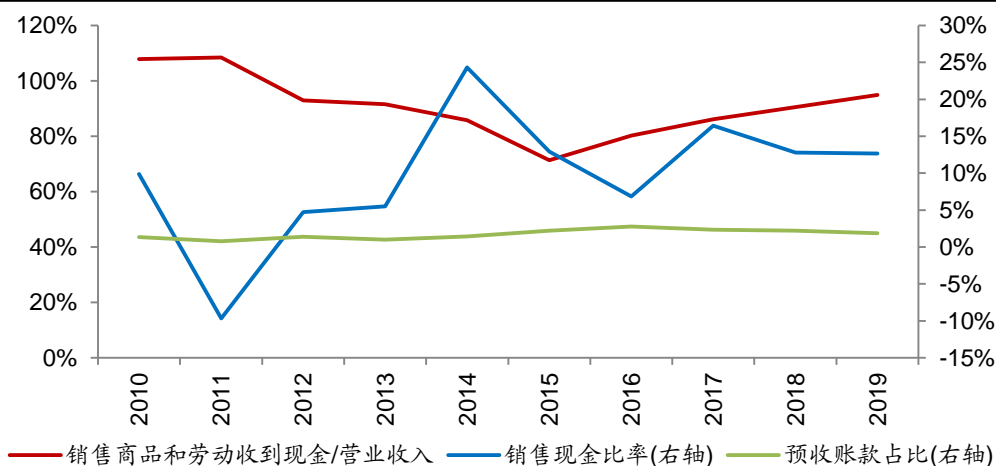
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心



### (三) 经营质量：获现能力相对稳定，营运能力有所下降，偿债能力明显提升

2019年，常宝股份销售现金比率、预收账款占营收比率均下降，销售商品和劳动收到现金占营收比例明显上升，获现能力相对稳定。2019年，常宝股份销售现金比率（经营活动产生的现金流量净额/营业收入）为12.7%、同比下降0.1PCT；预收账款占营收比率为1.9%、同比下降0.4PCT；销售商品和劳动收到现金占营收比例为94.9%、同比上升4.4PCT。

图 4：2019年常宝股份获现能力分析



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2019年，常宝股份的存货、流动资产、应收账款、固定资产、总资产周转率均下降，营运能力有所下降。2019年，常宝股份存货周转率、应收账款周转率分别为4.2次、8.1次，较2018年分别降1.0次、0.9次。流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率分别为1.5次、2.9次和0.8次，较2018年分别降0.1次、0.2次、0.1次。

表 5：2015-2019年常宝股份营运能力分析

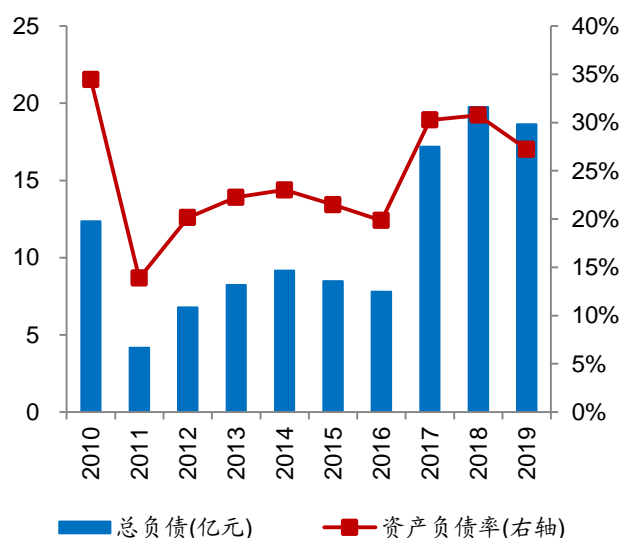
	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)	流动资产周转率 (次)	固定资产周转率 (次)	总资产周转率 (次)
2015A	4.0	5.7	1.2	2.5	0.7
2016A	3.4	4.4	0.9	2.0	0.6
2017A	4.6	7.4	1.2	2.5	0.7
2018A	5.2	9.0	1.6	3.1	0.9
2019A	4.2	8.1	1.5	2.9	0.8

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2019年，常宝股份资产负债率明显下降，有息负债占比小幅下降，偿债能力明显提升。2019年，常宝股份总负债规模18.6亿元、同比下降5.6%，资产负债率27.2%，较2018年年末下降3.5PCT。从债务内部结构看，有息负债合计11.3亿元、同比下降6.4%，有息负债占总负债的比重为60.7%，同比下降0.5PCT，流动比率、速动比率

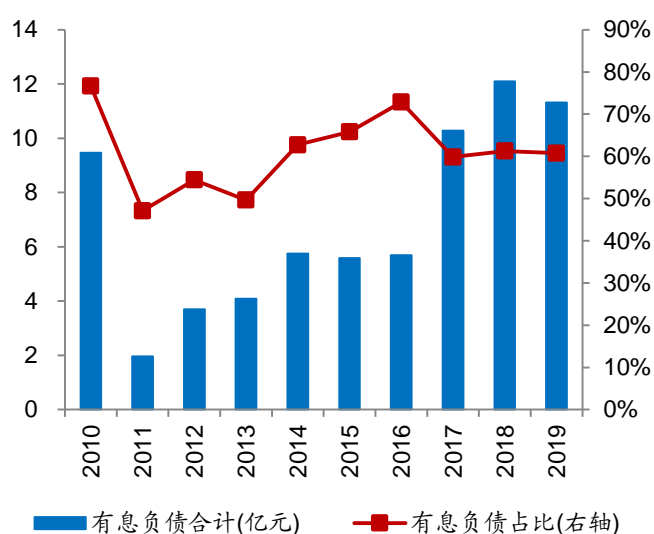
明显提升。在本报告中，有息负债是指短期借款、一年内到期的非流动负债、应付短期债券、长期借款、应付债券、长期应付款、应付票据和其他流动负债。

图 5：2010-2019年常宝股份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

图 6：2010-2019年常宝股份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

表 6：2015-2019年常宝股份偿债能力分析

	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	21.5%	100.0%	65.8%	275.1%	212.1%
2016A	19.8%	99.8%	72.9%	341.9%	266.1%
2017A	30.3%	95.3%	59.9%	187.6%	144.5%
2018A	30.8%	97.2%	61.2%	184.9%	138.4%
2019A	27.2%	95.1%	60.7%	203.3%	149.0%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

#### （四）在建工程与重点建设项目：重点推进高端产线建设运行，力争 2020 年能源管材产能达 100 万吨以上

1. 在建工程：根据2019年年报，常宝股份2019年年末在建工程合计3.0亿元，较期初增长9.8%。重要在建工程中，无环保、技改项目。

表 7：2019年常宝股份重要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	预算数	期初余额	本期增加	转入固定资产	期末余额
普莱森高端页岩气项目-智能线	6045	28989	30745	4115	176
合计	6045	28989	30745	4115	176

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**2. 重点建设项目:**根据2019年年报,常宝钢管技术研发中心项目已经立项建设,预计2020年年底建成投入使用,项目建成后将全面达到国内领先水平;常宝股份**高端页岩气智能生产线**项目于2019年陆续建成投产运行,高附加值油井管深加工能力进一步提升;**特种专用管材生产线**项目于2019年6月30日正式开工,目前已进入全面施工阶段,预计2020年下半年投产试运行,将建成目前全球最先进PQF连轧钢管机组;**高端管线管智能生产线**项目于2019年11月5日正式开工,预计2020年下半年投产试运行,将进一步提升管线管生产能力。根据《常宝股份:2020年4月30日投资者关系活动记录表》,特种专用管材项目达产时间应在**2021年**,预计在原有产能上将**新增30万吨-40万吨**产能规模,公司能源管材生产线产能规模将达到**100万吨以上**。

## 二、2020Q1 业绩：营业收入、归母净利润同比分别减31.0%、31.1%

2020年一季度，常宝股份实现营业收入9.1亿元，同比减少31.0%，归母净利润0.9亿元、同比减少31.1%，归母扣非净利润0.8亿元、同比减少39.6%，每股收益0.10元/股、同比减少28.6%，销售毛利率21.8%、同比下降2.1PCT，销售净利率10.6%、同比下降0.6PCT，ROE（摊薄）为2.1%、同比下降1.2PCT。

**1.盈利能力：2020年一季度毛利率同环比均明显下降，净利率同比小降，环比上升**

2020年一季度，受累于新冠肺炎疫情影响，常宝股份盈利能力整体下滑。毛利率为21.8%，同比下降2.1PCT，环比下降4.4PCT；净利率为10.6%，同比下降0.6PCT，环比上升1.6PCT。

表 8：2020年一季度常宝股份毛利率与净利率情况

	2020Q1	同比	环比
毛利率	21.8%	-2.1PCT	-4.4PCT
净利率	10.6%	-0.6PCT	1.6PCT

数据来源：公司 2020 年一季度报、广发证券发展研究中心

**2.费用控制能力：2020Q1期间费用率9.6%，同比升0.5PCT，环比降2.4PCT**

2020年一季度，常宝股份期间费用合计0.9亿元，同比下降26.9%，环比下降36.7%。其中，销售费用0.2亿元，同比下降23.2%，环比下降39.0%；财务费用-0.05亿元，同比下降165.7%，环比下降2694.3%；管理费用0.5亿元、同比上升8.4%，环比下降22.4%；研发费用0.2亿元，同比下降41.7%，环比下降43.5%。

期间费用率：2020年一季度常宝股份期间费用率9.6%、同比上升0.5PCT，环比下降2.4PCT。常宝股份销售费用率、财务费用率、管理费用率和研发费用率分别为2.6%、-0.5%、5.0%和2.5%，同比分别升0.3PCT、降1.1PCT、升1.8PCT和降0.5PCT，环比分别下降0.8PCT、0.5PCT、0.1PCT、1.0PCT。

表 9：2020年一季度常宝股份期间费用率情况

	期间费用率	销售费用率	财务费用率	管理费用率	研发费用率
2020Q1	9.6%	2.6%	-0.5%	5.0%	2.5%
同比（PCT）	0.5	0.3	-1.1	1.8	-0.5
环比（PCT）	-2.4	-0.8	-0.5	-0.1	-1.0

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 3.经营质量：获现能力、营运能力和偿债能力相对稳定

2020年一季度，常宝股份销售商品和劳动收到的现金占营收比例、总资产周转率均同比上升，环比下降；资产负债率同比下降，环比上升；流动比率同环比均下降，整体经营质量相对稳定。具体而言，2020年一季度，销售商品和劳动收到现金/营业收入94.5%，同比上升6.3PCT，较2019年下降0.5PCT。总资产周转率0.3次，同比上升0.1次，较2019年下降0.5次。资产负债率28.8%，同比下降0.6PCT，较2019年末上升1.5PCT。流动比率185.6%，同比下降6.8PCT，较2019年下降17.6PCT。

表 10：2020年一季度常宝股份经营质量分析

	销售商品和劳动收到现金/营业收入	总资产周转率(次)	资产负债率	流动比率
2020Q1	94.5%	0.3	28.8%	185.6%
同比 (PCT)	6.3	0.1	-0.6	-6.8
环比 (PCT)	-0.5	-0.5	1.5	-17.6

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 三、2020 年计划：能源管材力争形成百万吨产能、产品结构升级，医疗服务提升盈利能力

**能源管材：加快产品结构升级，重视技术研发，降本提效，形成百万吨产能。**根据2019年年报，2020年公司将全面强化品牌战略，加快产品结构升级调整，结合机组特点和技术优势，继续深入挖掘行业细分市场，持续加大高附加值特色产品开发，争取在细分市场持续保持领先行业位置；继续推进精益管理生产方式，成立和全面推广精益改善小组项目，落实降本节耗、效率提升、自动化、智能化改造及数字化升级的各项措施，促进生产效率提升，实现高质量发展；利用建设常宝钢管技术研发中心项目契机，加大新产品新技术研发，加快突破关键技术，着力推进技术进步和领先，加快推进打造技术领先的技术型公司；全力建设好特种专用管材生产线项目、高端管线管智能生产线等重点项目，力争到2020年底形成100万吨能源管材生产规模，逐步在能源管材行业形成竞争优势，给公司带来新的增长点。

**医疗服务：加强运营、管理与整合，提升盈利能力。**根据2019年年报，2020年，公司将结合各公司区域优势和医疗特色，进一步加强各医院运营管控和品牌管理，加强人才建设和运营管理，完善医疗管理体系，扩展医疗范围，提升医疗服务质量，不断提高病人满意度和服务水平；继续加强医院多维度的运营管理，扩展医疗业务的服务宽度，有效降低医院的成本，逐步提升医院综合效益；完善从运营体系、财务体系、内控体系、人才建设等方面的整合，加大医疗风险和经营风险的防控，促进医院间的业务协同和各医院利润合理增长。



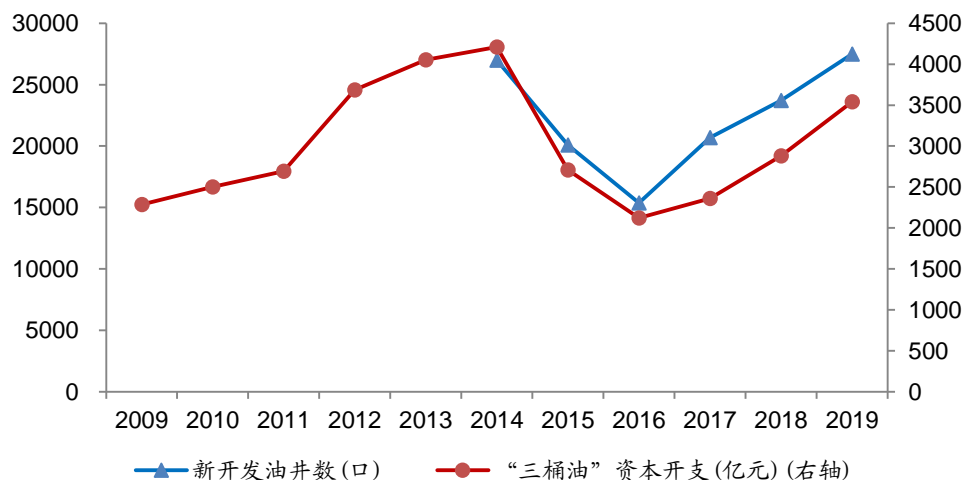
## 四、公司看点：产能将扩张至百万吨，产品结构持续升级，PB\_LF 估值处 2011 年来底部

油价剧烈波动下预计“三桶油”2020年资本开支增速放缓，“七年行动计划”支撑下油气投资景气度有望中长期有望改善。2019年中石油、中石化、中海油勘探开发资本开支达3543.2亿元，同比2018年大幅增长23.0%，受益于油气投资高景气，2019年常宝股份的归母净利润同比大增25.2%。展望未来，从短期和中长期角度来看油气投资：

（1）短期来看：受油价大跌影响，预计“三桶油”2020年实际总资本开支增速将明显放缓。根据各公司2019年年报，2020年中石油、中石化和中海油初步资本开支计划分别为2950亿元、1434亿元和850-950亿元，分别较2019年实际值降0.6%、降2.5%和升6.8-19.3%，考虑到2020年新冠肺炎疫情、石油价格暴跌，“三桶油”2020年总资本开支计划预计下降23.6%~28.2%至3830~4000亿元，较2019年实际总资本开支下降23.4%~26.7%，2020年油气市场景气度较2019年将明显下降。

（2）中长期来看：目前我国石油对外依赖度较高，三大油增产上储“七年行动计划”（2019-2025年）逐步落实，疫情和油价波动短期因素不改我国中长期油气投资增长趋势。2016-2018年中国原油产量连续三年下跌，2016-2018年原油产量分别为1.99、1.91和1.9亿吨，分别同比下降7.4%、4.1%和1.3%，2018年中国原油对外依存度首次突破70%至70.9%。2019年5月24日，国家能源局组织召开《大力提升油气勘探开发力度工作推进电视电话会议》指出：石油企业要落实增储上产主体责任，不折不扣完成2019-2025七年行动方案工作要求。根据国家能源局局长章建华2019年9月公开表示，2022年中国原油产量将恢复到2亿吨，对应2020-2022年产量CAGR为1.5%，因此我们认为“七年行动计划”下三桶油中长期的资本开支或仍将保持较高水平。

图 7：2009-2019年我国新开发油井数与“三大油”资本开支情况



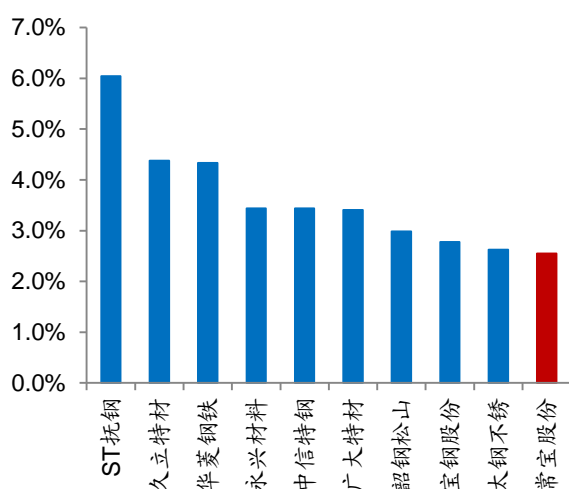
数据来源：国家自然资源部《全国石油天然气资源勘查开采通报》、公司年报、广发证券发展研究中心

**常宝股份产能与产能利用率均有提升空间。**根据常宝股份官网信息，目前公司无缝钢管产能75万吨，包括油井管50万吨、锅炉管20万吨、工程机械及其他专用管用管5万吨。根据2019年年报，公司力争到2020年底形成100万吨能源管材生产规模。2019年无缝钢管产能利用率为72.1%，产能利用率仍有提升空间。

**常宝股份积极推进页岩气和特种专用管材项目，持续发力高端产品，高研发投入助力产品结构升级，盈利能力有望增强。**根据常宝股份2019年年报，常宝股份高端页岩气智能生产线项目、特种专用管材生产线项目、高端管线管智能生产线项目在2019-2020年陆续投产运行，项目产品的定位较高，毛利水平较高，抗周期风险能力强，有望成为新利润增长点。根据各公司2019年年报与2020年一季报，常宝股份2019年、2020年一季度研发费用率分别为3.3%、2.5%，分别在34家申万钢企中排名第5、第10。根据2020年1月8日常宝股份《关于投资新建常宝钢管技术研发中心项目的公告》，公司拟投入1.2亿元投资建设常宝钢管技术研发中心项目来满足市场对高钢级、高性能的能源管材产品需求，进一步提升公司技术研发实力，增强公司特色竞争力和技术竞争优势。

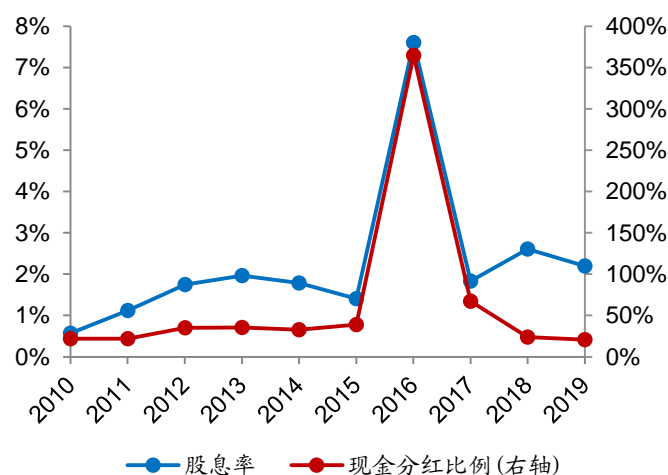
**2010年以来常宝股份持续现金分红。**（1）从现金分红比例来看，根据公司年报，2010年以来，常宝股份10年间有均进行了现金分红，2017-2019年现金分红占归母净利润比例分别为67.2%、24.0%和20.7%，整体分红情况较稳定。（2）从股息率来看，2017-2019年的股息率分别为1.8%、2.6%、2.2%。

图 8：2020Q1申万钢企研发费用率排名前十情况



数据来源：公司一季报、广发证券发展研究中心

图 9：2010-2019年常宝股份股息率与现金分红比例情况



数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

备注：2019 年股息率按最新收盘价（2020 年 5 月 14 日）计算。

**常宝股份PE\_TTM、PB\_LF估值分别处于2011年以来1.8%、0.0%分位。**截至2020年5月14日，从PE\_TTM估值指标来观测，常宝股份PE\_TTM为8.47倍，处于2011年至今数据的1.8%分位（2011年以来中位数21.15倍）。从PB\_LF估值指标来观测，常宝股份PB\_LF为1.04倍，处于2011年至今数据的0.0%分位，创2011年以来新低（2011年以来中位数1.62倍）。

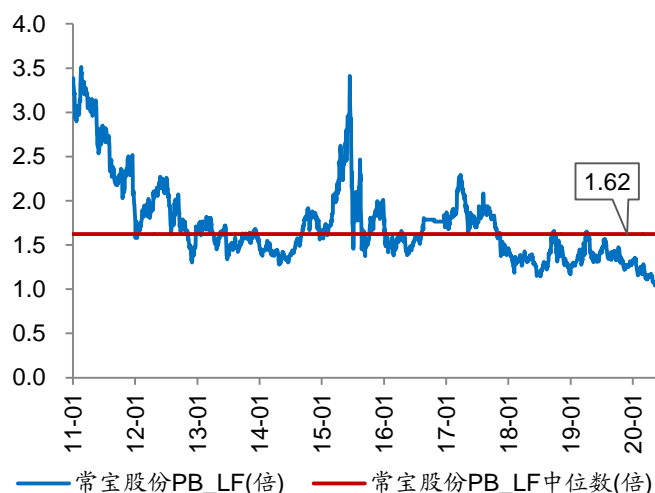
图 10: 2011年至今常宝股份PE\_TTM估值



数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

备注: PE 规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东净利润之和。

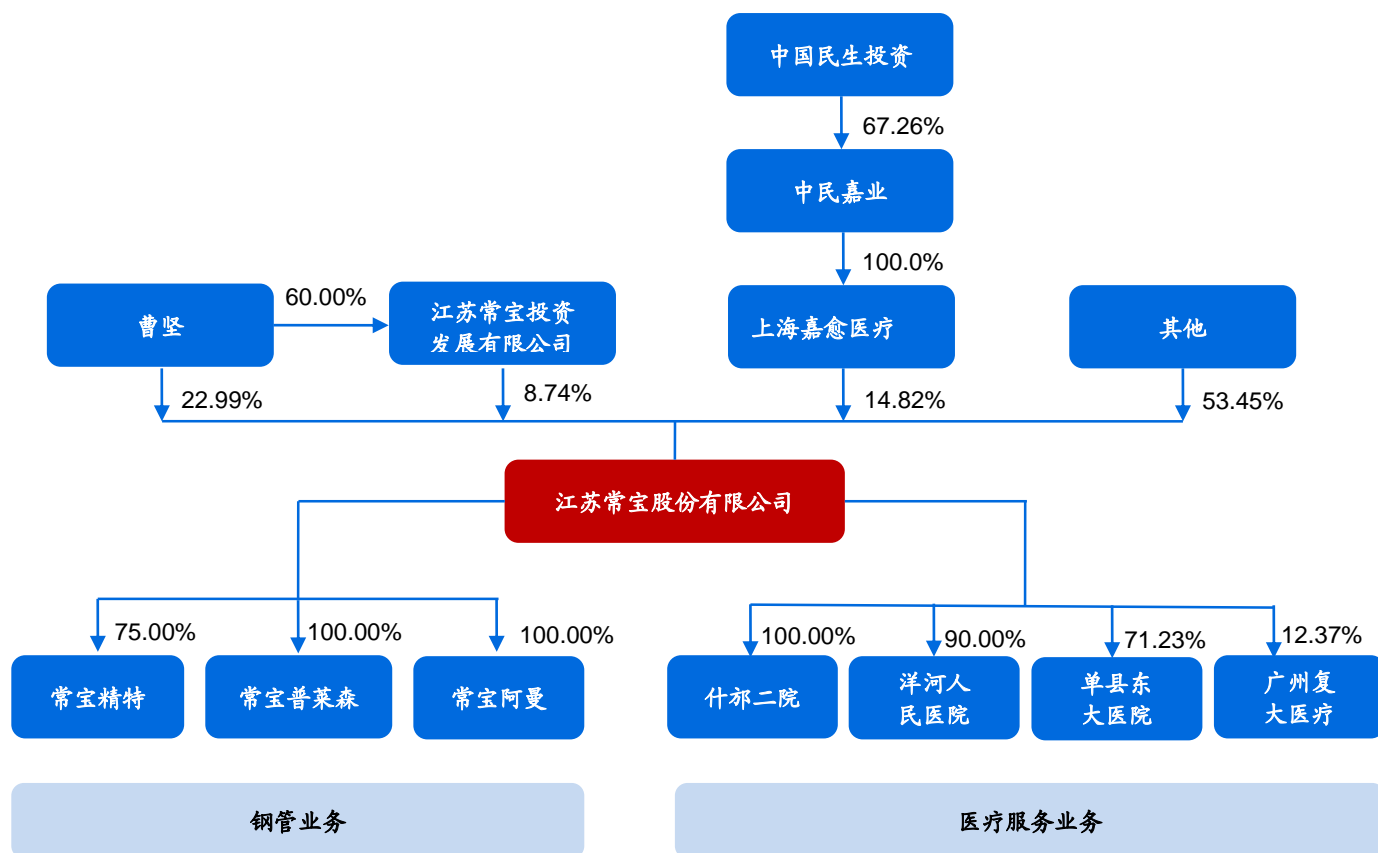
图 11: 2011年至今常宝股份PB\_LF估值



数据来源: 公司财报、Wind、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)

图 12: 截至2020年3月末, 常宝股份股权结构图



数据来源: 公司2019年年报、2020年一季报、Wind、广发证券发展研究中心

备注: 常宝股份的股东持股信息截至2020年3月31日, 子公司信息截至2019年12月31日。

表 11：公司简称全称对照表

简称	全称	简称	全称
中国民生投资	中国民生投资股份有限公司	常宝阿曼	常宝阿曼石油管材有限公司
中民嘉业	中民嘉业投资有限公司	什邡二院	什邡第二医院有限责任公司
上海嘉愈医疗	上海嘉愈医疗投资管理有限公司	洋河人民医院	宿迁市洋河人民医院有限公司
常宝精特	常州常宝精特钢管有限公司	单县东大医院	单县东大医院有限公司
常宝普莱森	江苏常宝普莱森钢管有限公司	广州复大医疗	广州复大医疗有限公司

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测与投资建议：高端产线投产助产能扩张至百万吨，产品结构升级增强盈利韧性，维持“买入”评级

本报告的盈利预测假设如下：

**1. 钢管业务：**（1）量：根据2019年年报，2019年常宝股份分别生产、销售无缝钢管54.1、51.3万吨，同比分别减少7.9%、6.2%。2020年，常宝股份力争产能规模达到100.0万吨。公司主要产品为油套管、锅炉管等无缝钢管，广泛应用于油气开采、火力发电等相关领域，目前我国石油对外依赖度较高，三大油增储上产“七年行动计划”（2019-2025年）逐步落实，疫情和油价波动短期因素不改我国中长期油气投资需求趋势，但2020年由于新冠肺炎疫情与石油暴跌，“三桶油”油气勘探开发的资本投入下调，因此我们预计2020年常宝股份无缝钢管的销量小幅下降2.6%至50.0万吨，2021-2022年基于中长期油气景气度有望较2020年明显回升，销量分别同比增长10.0%、9.1%至55.0、60.0万吨。

（2）价：受累于新冠疫情影响，预计2020年钢管供需弱平衡，预计2020年公司钢管均价下跌12.0%，2021-2022年钢管价格将明显回升。

（3）利：2020-2022年全球铁矿石产能处于扩张期，四大矿山2020年铁矿石计划产量增长3.4%，但是2020年全球粗生铁产量增速将回落，铁矿石供需格局预计将由2019年的供给相对紧张转变为供给相对过剩，预计铁矿石价格将明显下跌。预计2020-2022年钢管行业供需弱平衡，钢管价格将大幅下跌、跌幅大于铁矿石，吨钢管毛利大幅下降，预计2020年公司主要钢管品种毛利率将明显下降。考虑2021年油气景气度回升、产品结构升级和良好的资本结构，预计2021-2022年公司毛利率稳中有升，公司盈利韧性有望增强。

**2. 医疗服务业务：**根据2019年公司年报，公司加强对各医院的经营管控，各医院加强品牌学科建设，强化医疗运营管理规划，不断提升专科服务水平；通过开展社区门诊、健康普查、义诊下乡、组合营销等方式，拓展市场影响力；部分医院园区扩容，收治病人数量上升，整体医疗服务业务仍保持较快发展，2019年医疗服务行业营收同比增速达18.1%。考虑2020年受新冠肺炎疫情影响，预计2020年医疗业务营收、毛利同比仍持续增长、但增速放缓。2021-2022年，随着公司对医疗服务业务的运营、管理与整合，提升盈利能力，但门诊量与床位利用提升空间有限，对医疗服务业务预计2021-2022年营收、毛利保持稳中有升态势，同比增速逐步收窄。

表 12：常宝股份的主营业务预测（单位：万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	349,441	537,613	528,511	480,908	548,688	606,711
其中：油套管	151,087	263,497	255,336	218,672	254,886	285,921
锅炉管	126,658	118,252	105,762	90,426	103,978	116,683
其他管	44,517	69,292	65,150	56,252	65,021	71,816
医疗业务	10,088	86,572	102,264	115,558	124,803	132,291
其他业务	17,091	0	0	0	0	0
营业成本合计	295,752	419,496	392,195	376,617	426,212	468,154
其中：油套管	126,440	201,178	182,285	169,609	194,933	216,407
锅炉管	111,762	99,796	86,428	80,669	92,045	101,829
其他管	36,846	62,825	58,601	53,672	61,117	67,504
医疗业务	6,312	55,696	64,881	72,667	78,117	82,414
其他业务	14,392	0	0	0	0	0
营业毛利合计	53,689	118,117	136,316	104,291	122,475	138,557
其中：油套管	24,647	62,319	73,051	49,063	59,953	69,514
锅炉管	14,896	18,456	19,334	9,757	11,933	14,854
其他管	7,671	6,467	6,549	2,580	3,904	4,312
医疗业务	3,776	30,875	37,382	42,891	46,685	49,877
其他业务	2,699	0	0	0	0	0

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2020年油价出现剧烈波动,但我们预计2021年后中长期油气投资景气度有望恢复性提升,常宝股份推进页岩气和特种专用管材项目、持续发力高端产品,高研发投入助力产品结构升级,盈利能力有望持续提升。预计公司2020-2022年EPS为0.44/0.54/0.62元,对应2020年5月14日收盘价,2020-2022年PE为11.24/9.05/7.91倍,2020年PB为0.96倍。

假设2020年常宝股份的钢管业务、医疗服务业务的归母净利润占比分别等于营业毛利占比,2020年实现的归母净利润分别为公司总归母净利润的72.6%和27.4%,即预计分别实现归母净利润3.04和1.15亿元。

我们采用分部估值法分别对钢管业务和医疗服务业务的内在价值进行分析,从而测算公司2020年合理价值。

(1) 钢管业务采用可比估值法(市盈率法): 预计2020年公司不锈钢业务对应的归母净利润为3.04亿,可比公司金洲管道、久立特材、武进不锈、永兴材料2020年Wind一致预期EPS分别为0.91、0.58、1.02、1.22元,对应2020年5月14日收盘价,2020年一致预期PE为6.79、11.97、10.83、13.28倍,市值加权PE为11.27倍。我们认为常宝股份推进页岩气和特种专用管材项目、持续发力高端产品,高研发投入



入助力产品结构升级，增强盈利能力及增产空间，给予公司钢管业务13.00倍PE，高于可比公司市值加权平均15.4%，溢价处2017-2019年-38.5%~17.2%的历史区间内，对应钢管业务2020年内在价值为39.55亿元。

表 13：常宝股份钢管业务的可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002443.SZ	金洲管道	6.18	0.53	0.91	0.61	12.70	6.79	10.13
002318.SZ	久立特材	6.94	0.59	0.58	0.66	15.79	11.97	10.52
603878.SH	武进不锈	11.05	1.1	1.02	1.17	10.41	10.83	9.44
002756.SZ	永兴材料	16.20	0.95	1.22	1.48	18.81	13.28	10.95

数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注：可比公司 2019 年 EPS 为实际公布值，可比公司 2019 年 PE=2019 年最后一个交易日收盘价/2019 年实际公布 EPS；2020-2021 年盈利预测取自 Wind 一致预期，最新收盘价为 2020 年 5 月 14 日收盘价。

(2) 医疗服务业务采用可比估值法(市盈率法)：根据上文假设，我们预计公司2020年医疗服务业务贡献归母净利润1.15亿元。我们选取的可比公司为爱尔眼科、美年健康、通策医疗，2020年Wind一致预期EPS分别为0.54、0.26、1.85元，对应2020年5月14日收盘价，2020年一致预期PE为88.72、48.23、71.83倍，市值加权平均PE为77.44倍。考虑到常宝股份的医疗服务业务单体医院规模较小，地域分散在四川、江苏、山东、广东，品牌效应较弱，多为综合性医院，因此，给予公司医疗服务业务30.00倍PE，对应医疗服务业务2020年内在价值为34.44亿元。

表 14：常宝股份医疗服务业务的可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300015.SZ	爱尔眼科	47.91	0.45	0.54	0.74	88.87	88.72	64.74
002044.SZ	美年健康	12.54	-0.22	0.26	0.38	-	48.23	33.00
600763.SH	通策医疗	132.88	1.44	1.85	2.42	70.99	71.83	54.91

数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注：可比公司 2019 年 EPS 为实际公布值，可比公司 2019 年 PE=2019 年最后一个交易日收盘价/2019 年实际公布 EPS；2020-2021 年盈利预测取自 Wind 一致预期，最新收盘价为 2020 年 5 月 14 日收盘价。

结合以上(1)、(2)分析，综合常宝股份钢管业务和医疗业务的内在价值，可以得到2020年常宝股份公司业务总体内在价值为73.99亿元，对应公司2020年的合理价值为7.71元/股，对应2020年PE为17.52倍，维持“买入”评级。

## 六、风险提示

1. 宏观经济大幅波动;
2. 主流矿产量不达预期, 计划产量完成度低于预期;
3. 重点项目计划产量完成度低于预期;
4. 新冠疫情、石油暴跌对需求影响超预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3,550</b>	<b>3,603</b>	<b>3,744</b>	<b>4,173</b>	<b>4,632</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>686</b>	<b>669</b>	<b>708</b>	<b>691</b>	<b>798</b>
货币资金	1,431	1,622	1,843	2,019	2,246	净利润	533	666	464	577	660
应收及预付	1,178	934	920	1,023	1,140	折旧摊销	212	199	198	186	190
存货	893	961	883	1,014	1,109	营运资金变动	-107	-241	41	-60	-49
其他流动资产	47	85	98	117	137	其它	49	45	5	-12	-3
<b>非流动资产</b>	<b>2,873</b>	<b>3,241</b>	<b>3,544</b>	<b>3,853</b>	<b>4,247</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-295</b>	<b>-463</b>	<b>-391</b>	<b>-372</b>	<b>-449</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-185	-378	-427	-432	-430
固定资产	1,740	1,944	2,182	2,453	2,727	投资变动	-118	-97	-3	-6	-9
在建工程	274	302	340	375	411	其他	8	11	38	65	-9
无形资产	241	281	320	359	398	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-357</b>	<b>-120</b>	<b>-96</b>	<b>-143</b>	<b>-121</b>
其他长期资产	617	714	702	666	711	银行借款	188	289	-17	-13	-2
<b>资产总计</b>	<b>6,423</b>	<b>6,844</b>	<b>7,287</b>	<b>8,025</b>	<b>8,879</b>	股权融资	23	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,920</b>	<b>1,773</b>	<b>1,730</b>	<b>1,906</b>	<b>2,088</b>	其他	-569	-409	-79	-130	-119
短期借款	30	138	121	108	106	<b>现金净增加额</b>	<b>63</b>	<b>87</b>	<b>221</b>	<b>176</b>	<b>228</b>
应付及预收	1,565	1,393	1,357	1,527	1,682	<b>期初现金余额</b>	<b>1,026</b>	<b>1,089</b>	<b>1,622</b>	<b>1,843</b>	<b>2,019</b>
其他流动负债	324	242	253	271	301	<b>期末现金余额</b>	<b>1,089</b>	<b>1,176</b>	<b>1,843</b>	<b>2,019</b>	<b>2,246</b>
<b>非流动负债</b>	<b>55</b>	<b>91</b>	<b>95</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>主要财务比率</b>					
长期借款	0	48	48	48	48	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
其他非流动负债	55	43	47	31	37	营业收入增长	53.8%	-1.7%	-9.0%	14.1%	10.6%
<b>负债合计</b>	<b>1,975</b>	<b>1,864</b>	<b>1,826</b>	<b>1,985</b>	<b>2,173</b>	营业利润增长	252.5%	23.4%	-29.6%	23.4%	14.2%
股本	960	960	960	960	960	归母净利润增长	234.3%	25.2%	-30.3%	24.2%	14.4%
资本公积	1,378	1,378	1,378	1,378	1,378	<b>获利能力</b>					
留存收益	1,618	2,104	2,542	3,070	3,670	毛利率	22.0%	25.8%	21.7%	22.3%	22.8%
归属母公司股东权益	3,974	4,463	4,899	5,422	6,024	净利率	9.9%	12.6%	9.7%	10.5%	10.9%
少数股东权益	474	517	563	619	683	ROE	12.1%	13.5%	8.6%	9.6%	9.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,423</b>	<b>6,844</b>	<b>7,287</b>	<b>8,025</b>	<b>8,879</b>	ROIC	11.8%	13.0%	7.8%	8.7%	9.1%
<b>利润表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位: 百万元						资产负债率	30.8%	27.2%	25.1%	24.7%	24.5%
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净负债比率	44.4%	37.4%	33.4%	32.9%	32.4%
<b>营业收入</b>	<b>5,376</b>	<b>5,285</b>	<b>4,809</b>	<b>5,487</b>	<b>6,067</b>	流动比率	1.85	2.03	2.16	2.19	2.22
营业成本	4,195	3,922	3,766	4,262	4,682	速动比率	1.35	1.46	1.62	1.63	1.66
营业税金及附加	25	31	26	30	33	<b>营运能力</b>					
销售费用	145	160	146	163	183	总资产周转率	0.84	0.77	0.66	0.68	0.68
管理费用	214	198	183	203	227	应收账款周转率	7.77	8.62	8.32	8.41	8.38
研发费用	179	176	170	187	206	存货周转率	6.02	5.50	5.45	5.41	5.47
财务费用	-35	-15	-14	-15	-15	<b>每股指标 (元)</b>					
资产减值损失	-20	-34	10	15	15	每股收益	0.50	0.63	0.44	0.54	0.62
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.71	0.70	0.74	0.72	0.83
投资净收益	8	11	9	10	11	每股净资产	4.14	4.65	5.10	5.65	6.27
<b>营业利润</b>	<b>647</b>	<b>798</b>	<b>563</b>	<b>694</b>	<b>792</b>	<b>估值比率</b>					
营业外收支	-28	-9	-15	-13	-14	P/E	9.19	9.45	11.24	9.05	7.91
<b>利润总额</b>	<b>619</b>	<b>790</b>	<b>547</b>	<b>681</b>	<b>778</b>	P/B	1.11	1.27	0.96	0.87	0.78
所得税	86	124	83	104	119	EV/EBITDA	3.69	4.27	4.27	3.47	2.85
<b>净利润</b>	<b>533</b>	<b>666</b>	<b>464</b>	<b>577</b>	<b>660</b>						
少数股东损益	53	64	45	56	64						
<b>归属母公司净利润</b>	<b>480</b>	<b>601</b>	<b>419</b>	<b>521</b>	<b>596</b>						
EBITDA	830	998	717	827	927						
EPS (元)	0.50	0.63	0.44	0.54	0.62						

## 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。2019年新财富金属和金属新材料行业第四名（团队），2018年保险资管IAMAC第三名，2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。

## 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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
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。

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

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。