

宝钢股份 (600019.SH)

产品升级增强盈利韧性，高分红提升投资价值

核心观点:

- **2019 年业绩:** 坯材量稳价跌，公司实现总营收 **2920.6 亿元**、同比减 **4.4%**，归母净利润 **124.2 亿元**、同比减 **42.1%**。每股收益 **0.56 元/股**，ROE (摊薄) 为 **7.0%**、同比降 **5.2PCT**。(1) 分红预案: 拟每 10 股派现金红利 2.8 元 (含税)。(2) 销量: 销售坯材 4718.5 万吨，同比增 0.2%。(3) 业务结构: 钢铁业务营收、毛利占比分别为 69.1%、71.9%，板材营收、毛利占比分别为 55.5%、53.4%，长材营收、毛利均正增长。(4) 盈利能力: 吨钢营收、吨钢毛利降幅均小于行业均值，吨钢期间费用明显下降。(5) 经营质量: 获现能力有所下降，营运、偿债能力相对稳定。
- **2020 年一季度业绩:** 坯材量减价跌，营业总收入 **601.1 亿元**、同比减 **8.2%**，归母净利润 **15.4 亿元**、同比减 **43.6%**。
- **2020 年计划:** 销售坯材 **4478.0 万吨**，同比减 **5.1%**，总营收、营业成本同比各减 **7.4%、8.0%**；固定资产投资 **287.2 亿元**，降本 **10.8 亿元**。
- **公司看点:** 粗钢产能具备弹性，2019 年在建粗钢产能 **1612.8 万吨**，制造技术领先，产品市占率高；降本空间大，依托宝武集团，控本能力增强；高研发投入助产品结构升级。持续至少 **50%** 高比例分红，股息率较高；PE_TTM、PB_LF 估值处 2011 年以来 **37.5%、5.1%** 分位。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 20-22 年 EPS 为 **0.42/0.52/0.55 元**，对应 20 年 5 月 19 日收盘价，20-22 年 PE 为 **11.52/9.20/8.75 倍**，20 年 PB 为 **0.58 倍**。综合考虑公司历史 PB 估值中枢，公司龙头地位及盈利韧性增强，参照可比公司估值水平，我们预计公司 20 年合理 PB 为 **0.9 倍**左右，以 20 年预测每股净资产 **8.32 元** 计算，公司合理价值为 **7.49 元/股**，对应 20 年 PE 为 **17.83 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，铁矿石价格上涨；计划产量完成度、新建产能进度低于预期；新冠疫情对需求影响。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	305,507	292,057	268,421	278,507	284,799
增长率 (%)	5.5	-4.4	-8.1	3.8	2.3
EBITDA (百万元)	47,096	32,133	23,641	26,084	26,597
归母净利润 (百万元)	21,449	12,423	9,338	11,689	12,288
增长率 (%)	11.9	-42.1	-24.8	25.2	5.1
EPS (元/股)	0.96	0.56	0.42	0.52	0.55
市盈率 (P/E)	6.75	10.29	11.52	9.20	8.75
市净率 (P/B)	0.82	0.72	0.58	0.56	0.53
EV/EBITDA	3.82	4.42	5.02	4.50	4.31

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

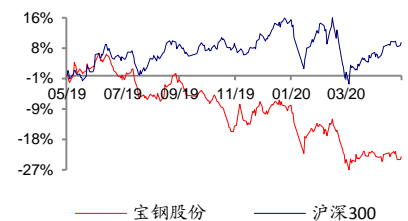
公司评级

当前价格	4.83 元
合理价值	7.49 元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-19

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	22271/22156
总市值/流通市值 (百万元)	107570/107013
一年内最高/最低 (元)	7.00/4.60
30 日日均成交量/成交额 (百万)	30.7/148.8
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-9.89/-10.06

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:

宝钢股份 (600019.SH): 成本 2019-10-27
削减远超目标, 吨钢毛利降幅
低于行业均值

宝钢股份 (600019.SH): 成本 2019-08-23
削减成效显著, 吨钢毛利降幅
低于行业均值

目录索引

一、2019 年业绩：坯材量稳价跌，营业收入、归母净利润分别减 4.4%、减 42.1%	4
（一）业务拆分：钢铁业务营收、毛利占比分别为 69.1%、71.9%，板材营收、毛利占比分别为 55.5%、53.4%，长材营收、毛利均实现正增长	5
（二）盈利能力：吨钢营收、吨钢毛利降幅均小于行业均值，吨钢期间费用明显下降	7
（三）经营质量：获现能力有所下降，营运能力、偿债能力均相对稳定	9
（四）在建工程：2019 年技改与基建预算达 417.8 亿元，继续推进 2020 年环保超低排放	11
二、2020Q1 业绩：坯材量减价跌，营业总收入、归母净利润分别减 8.2%、43.6%	12
三、2020 年计划：坯材销量同比减 5.1%，营业总收入、营业成本分别同比减 7.4%、8.0%	14
四、公司看点：钢铁制造龙头，控本能力增强，产品结构升级，持续高比例分红	15
五、盈利预测与投资建议：产品升级增强盈利韧性，高分红提升投资价值，维持“买入”评级	18
六、风险提示	21

图表索引

图 1: 2010-2019 年宝钢股份营业总收入及同比增速	4
图 2: 2010-2019 年宝钢股份归母净利润及同比增速	4
图 3: 2015-2019 年宝钢股份吨钢期间费用情况 (元/吨)	8
图 4: 2010-2019 年宝钢股份获现能力变化情况	9
图 5: 2010-2019 年宝钢股份负债及资产负债率变化	10
图 6: 2010-2019 年宝钢股份有息负债及占比变化	10
图 7: 2019 年申万钢企研发费用率排名前十情况	16
图 8: 2010-2019 年宝钢股份现金分红与股息率情况	16
图 9: 2011 年至今宝钢股份 PE_TTM 估值	16
图 10: 2011 年至今宝钢股份 PB_LF 估值	16
图 11: 截至 2020 年 3 月底, 宝钢股份股权结构图	17
图 12: 2011 年至今宝钢股份 PB_LF 估值	20
图 13: 2018 年至今宝钢股份 PB_LF 估值	20
表 1: 2019 年宝钢股份分季度利润表拆分	5
表 2: 2019 年宝钢股份业务分行业和分产品拆分	6
表 3: 2018-2019 年宝钢股份钢材品种盈利与行业情况比较 (单位: 元/吨)	7
表 4: 2019 年宝钢股份吨钢成本控制能力拆解 (单位: 元/吨)	7
表 5: 2019 年宝钢股份吨钢期间费用分季度情况	9
表 6: 2015-2019 年宝钢股份营运能力分析	10
表 7: 2015-2019 年宝钢股份偿债能力分析	11
表 8: 2019 年宝钢股份在建工程情况 (单位: 亿元)	11
表 9: 2020 年一季度宝钢股份生产销售情况	12
表 10: 2020 年一季度宝钢股份期间费用情况	13
表 11: 2020 年一季度宝钢股份经营质量分析	13
表 12: 2015-2019 年宝钢股份年度生产计划与实际表现一览	14
表 13: 公司简称全称对照表	17
表 14: 宝钢股份的主营业务预测 (单位: 万元)	19
表 15: 宝钢股份的可比公司估值表	20

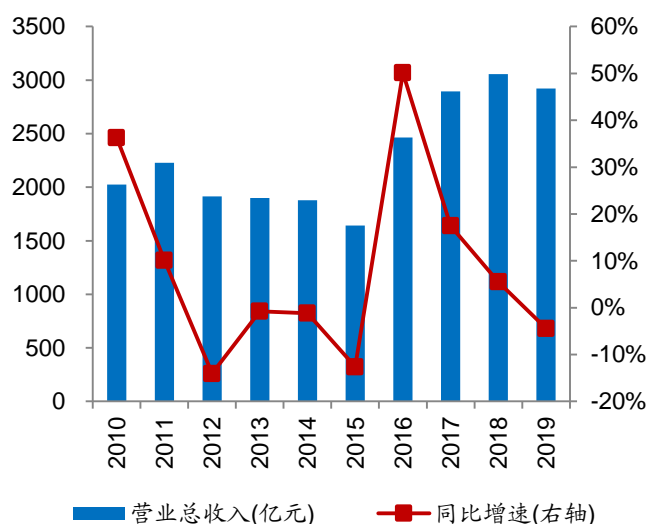
一、2019 年业绩：坯材量稳价跌，营业收入、归母净利润分别减 4.4%、减 42.1%

根据2019年公司年报，2019年宝钢股份分别生产、销售坯材4687.0、4718.5万吨，同比分别增加0.3%、0.2%。

2019年，宝钢股份实现营业总收入2920.6亿元、同比减少4.4%，归母净利润124.2亿元、同比减少42.1%，归母扣非净利润110.6亿元、同比减少46.4%，每股收益0.56元/股、同比减少41.7%，销售毛利率10.9%、同比下降4.1PCT，销售净利率4.6%、同比下降2.9PCT，ROE（摊薄）为7.0%、同比下降5.2PCT。

宝钢股份2019年度利润分配预案：根据2019年年报，公司拟派发现金股利0.28元/股（含税），以2019年末总股本 22,274,460,375股为基准，预计分红6,236,848,905元（含税），占合并报表归属于母公司股东净利润的50.20%，实际分红以在派息公告中确认的股权登记日股本为基数。

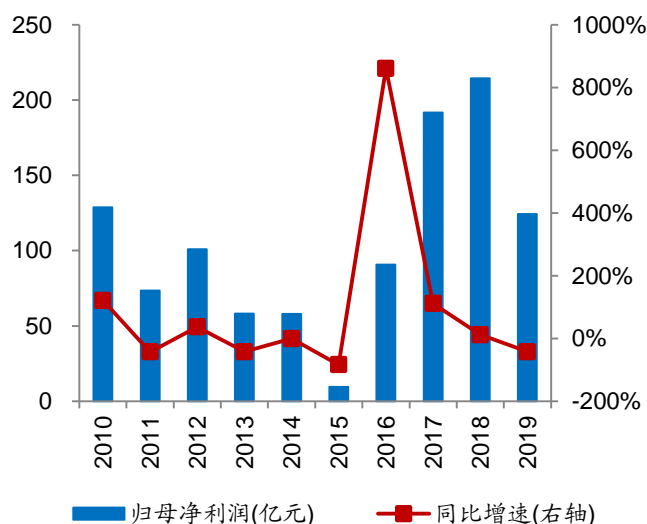
图 1：2010-2019年宝钢股份营业总收入及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：历史数据已回溯调整。

图 2：2010-2019年宝钢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

备注：历史数据已回溯调整。

分季度来看：2019年宝钢股份吨钢售价为4269.4元/吨、同比下跌5.7%，二季度年内最高、一季度年内最低。宝钢股份2019年一至四季度吨钢售价分别为4100.0、4366.0、4285.0和4312.9元/吨，同比分别下跌10.2%、3.4%、5.2%和4.3%。从环比看，二季度、四季度实现正增长，涨幅分别为6.5%、0.7%。

从全年来看：2019年宝钢股份营业收入同比下降4.4%，营业成本同比上升0.2%，导致毛利同比减少30.5%至317.2亿元。2019年，宝钢股份的营业税金及附加、财务费用、营业利润、营业外收支、利润总额、所得税费用大幅下降，降幅分别为22.1%、43.8%、44.5%、42.6%、45.6%和66.4%。研发费用、资产减值损失冲回、信用资产减值损失冲回大幅增加，增幅分别为25.7%、201.2%和10.2%。

表 1：2019年宝钢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）	2915.9	-4.4%	653.8	-3.1%	755.0	-6.9%	760.0	-1.0%	747.2	-6.0%
营业成本（亿元）	2598.7	0.2%	587.3	4.1%	665.7	-4.7%	683.3	6.7%	662.4	-3.7%
毛利（亿元）	317.2	-30.5%	66.5	-39.7%	89.2	-20.6%	76.7	-39.9%	84.8	-20.5%
营业税金及附加（亿元）	12.7	-22.1%	3.0	-37.8%	3.4	-9.5%	3.2	-16.6%	3.1	-20.2%
销售费用（亿元）	33.8	-3.4%	6.9	-5.1%	8.8	-2.9%	8.3	2.3%	9.8	-6.3%
管理费用（亿元）	55.8	-6.8%	10.1	-41.5%	16.4	35.5%	9.8	-52.0%	19.5	105.8%
研发费用（亿元）	88.6	25.7%	13.8	32.1%	20.1	17.2%	22.6	24.1%	32.2	31.2%
财务费用（亿元）	24.6	-43.8%	5.4	125.9%	6.8	-64.7%	6.9	-54.6%	5.4	-19.1%
资产减值损失（亿元）	3.2	201.2%	3.0	226.7%	0.0	-99.1%	-0.3	-857.7%	0.4	114.3%
信用减值损失（亿元）	-0.4	-	-0.3	-	-0.3	-	0.6	-	-0.4	-
其他经营收益（亿元）	47.9	-2.5%	7.4	103.4%	15.0	-17.7%	10.5	-20.8%	14.9	7.0%
营业利润（亿元）	155.1	-44.5%	38.1	-45.5%	49.1	-32.0%	37.5	-50.5%	30.5	-52.4%
营业外收支（亿元）	-5.2	-42.6%	-2.0	-190.6%	-2.1	-243.7%	-0.9	-0.2%	-0.2	83.5%
利润总额（亿元）	149.9	-45.6%	36.1	-47.8%	47.1	-34.3%	36.6	-51.2%	30.2	-51.6%
所得税费用（亿元）	15.3	-66.4%	6.6	-52.2%	9.6	-46.7%	7.4	-39.1%	-8.3	-648.2%
归母净利润（亿元）	124.2	-42.1%	27.3	-45.7%	34.6	-30.6%	26.9	-53.2%	35.5	-39.0%
钢材产量（万吨）	4687.0	0.3%	1138.0	1.0%	1200.0	0.9%	1197.0	0.3%	1152.0	-1.1%
吨钢售价（元/吨）	4269.4	-5.7%	4100.0	-10.2%	4366.0	-3.4%	4285.0	-5.2%	4312.9	-4.3%

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：钢铁业务营收、毛利占比分别为 69.1%、71.9%，板材营收、毛利占比分别为 55.5%、53.4%，长材营收、毛利均实现正增长

通过拆分2019年宝钢股份主营业务分行业和分产品结构可知：钢铁业务依旧是公司创收、创利的主要来源，但毛利占比大幅下降，其中板材营收、毛利占比均超 50%。

1.产量：2019年宝钢股份板材产量占比为82.3%，同比降0.5PCT

2019年板材产量3858.0万吨、同比下降0.4%，产量占比82.3%、同比下降0.5PCT；钢管产量218.0万吨、同比下降2.7%，产量占比4.7%、同比下降0.1PCT；长材产量198.0万吨、同比上升10.0%，产量占比4.2%、同比上升0.4PCT；其他钢

铁产品产量414.0万吨、同比上升3.8%，产量占比8.8%、同比上升0.3PCT。

2.营收：2019年宝钢股份的钢铁业务营收占比69.1%、同比下降0.9PCT，其中板材营收占比55.5%，同比下降1.7PCT

分行业看，2019年，公司钢铁业务营收2014.7亿元、同比减5.5%，营收占比达69.1%、同比降0.9PCT；其他业务营收901.2亿元、同比减1.6%，营收占比30.9%、同比升0.9PCT。**分产品看**，2019年，宝钢股份板材营收1617.1亿元、同比减少7.1%，营收占比55.5%、同比降1.7PCT；钢管营收141.1亿元、同比持平，营收占比4.8%、同比升0.2PCT；长材营收82.2亿元、同比增4.2%，营收占比2.8%、同比上升0.2PCT；其他钢铁产品营收174.3亿元、同比增1.7%，营收占比6.0%、同比上升0.4PCT。

3.毛利：2019年宝钢股份的钢铁业务毛利占比71.9%、同比下降10.2PCT，其中板材毛利占比为53.4%、同比下降13.8PCT，长材毛利增长14.9%

分行业看，2019年公司钢铁业务毛利228.0亿元、同比下降39.2%，占比71.9%、同比下降10.2PCT；其他业务毛利89.2亿元、同比上升8.9%，占比28.1%、同比上升10.2PCT。**分产品看**，2019年板材毛利169.5亿元、同比减少44.8%，占比53.4%、同比下降13.8PCT；钢管毛利16.8亿元、同比下降6.2%，毛利占比5.3%、同比上升1.4PCT；长材毛利16.3亿元、同比增长14.9%，毛利占比5.1%、同比上升2.0PCT；其他钢铁产品毛利25.5亿元、同比下降29.3%，毛利占比8.0%、同比上升0.2PCT。

4.毛利率：2019年宝钢股份整体毛利率明显下降，其中板材毛利率明显下降，钢管毛利率小降，长材毛利率明显上升

分行业看，2019年公司销售毛利率为10.9%、同比下降4.1PCT。其中，钢铁业毛利率为11.3%、同比下降6.3PCT，其他业务毛利率为9.9%、同比上升1.0PCT。**分产品看**，2019年长材毛利率最高，达19.8%，同比升1.8PCT；钢管毛利率为11.9%、同比下降0.8PCT；板材毛利率为10.5%，同比降7.1PCT；其他钢铁产品毛利率14.6%，同比降6.4PCT。

表 2：2019年宝钢股份业务分行业和分产品拆分

2019 年	产量 (万吨)	占比	同比 (PCT)	营收 (亿元)	占比	同比 (PCT)	毛利 (亿元)	占比	同比 (PCT)	毛利率	同比 (PCT)
板材	3858.0	82.3%	-0.5	1617.1	55.5%	-1.7	169.5	53.4%	-13.8	10.5%	-7.1
钢管	218.0	4.7%	-0.1	141.1	4.8%	0.2	16.8	5.3%	1.4	11.9%	-0.8
长材	198.0	4.2%	0.4	82.2	2.8%	0.2	16.3	5.1%	2.0	19.8%	1.8
其他钢铁产品	414.0	8.8%	0.3	174.3	6.0%	0.4	25.5	8.0%	0.2	14.6%	-6.4
钢铁业务	4687.0	100.0%	0.0	2014.7	69.1%	-0.9	228.0	71.9%	-10.2	11.3%	-6.3
其他业务	-	-	-	901.2	30.9%	0.9	89.2	28.1%	10.2	9.9%	1.0
合计	4687.0	100.0%	0.0	2915.9	100.0%	0.0	317.2	100.0%	0.0	10.9%	-4.1

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 盈利能力：吨钢营收、吨钢毛利降幅均小于行业均值，吨钢期间费用明显下降

1. 吨钢盈利能力：2019年宝钢股份吨钢营收、吨钢毛利降幅均小于行业均值

2019年宝钢股份吨钢营收、吨钢毛利盈利同比变化均优于行业均值。具体而言，2019年宝钢股份板材吨钢营收、吨钢毛利分别为4159.1、435.9元/吨，同比分别下降6.7%、44.5%，行业板材吨钢营收、吨钢毛利降幅分别为7.5%、54.9%。长材吨钢营收、吨钢毛利分别达4174.6、824.9元/吨，同比分别下降5.3%、上升4.4%，行业均值同比分别下降5.5%、46.1%。宝钢股份长材吨钢毛利变化与行业背离的主要原因是长材中含有高温合金等高端产品，市场景气度较高，毛利率较高。

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

		吨钢营收		吨钢毛利	
		宝钢股份	行业均值	宝钢股份	行业均值
板材	2019 年	4159.1	4012.4	435.9	447.4
	2018 年	4457.3	4339.6	785.8	992.5
	2019 年同比	-6.7%	-7.5%	-44.5%	-54.9%
长材	2019 年	4174.6	4063.7	824.9	637.5
	2018 年	4408.4	4301.6	789.9	1182.7
	2019 年同比	-5.3%	-5.5%	4.4%	-46.1%

数据来源：公司财报、Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：行业均值的吨钢均价取板材、长材的 Myspic 普钢绝对价格指数，板材吨钢毛利取热轧、冷轧毛利，长材吨钢毛利取螺纹钢毛利。

板材权重按冷轧碳钢板卷、热轧碳钢板卷销量占比计算。

2. 成本控制能力：2019年吨钢材料成本增10.1%导致吨钢总成本升6.6%

从同比绝对值来看，2019年宝钢股份吨钢总成本上升的原因是吨钢原燃料成本大幅上升。通过进一步拆解2019年宝钢股份钢材产品成本构成可知：2019年公司吨钢总成本同比升6.6%至4182.7元/吨，吨钢原燃料同比升10.1%至3056.6元/吨，绝对值增长281.6元/吨，带动吨钢总成本增长259.5元/吨。吨钢其他成本同比下降1.9%至1126.1元/吨。

表 4：2019年宝钢股份吨钢成本控制能力拆解（单位：元/吨）

	2019A	2018A	同比变化幅度	同比变化绝对值	占比
吨钢总成本	4182.7	3923.2	6.6%	259.5	100.0%
吨钢原燃料	3056.6	2775.0	10.1%	281.6	108.5%
吨钢其他	1126.1	1148.2	-1.9%	-22.1	-8.5%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

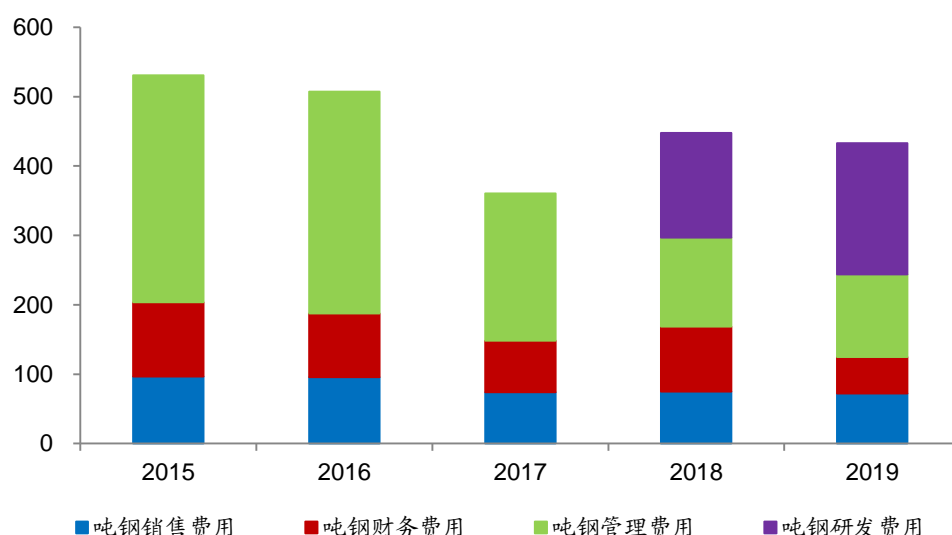
根据2019年年报，宝钢股份创新成本削减手段和举措，扎实推进新一轮成本变革，2019年成本环比削减54.3亿元，其中制造成本削减46.9亿元，占比86.4%，原材料采购物流成本削减0.9亿元，期间费用合计削减6.5亿元。

3.费用控制能力：2019年吨钢期间费用下降3.3%，其中吨钢财务费用大降、吨钢研发费用大升

2019年，宝钢股份期间费用合计202.9亿元、同比上升3.0%。其中，销售费用33.8亿元、同比下降3.4%；财务费用24.6亿元，同比下降43.8%，主要原因是汇兑损益下降13.6亿元，同比降幅达93.2%；管理费用55.8亿元、同比下降6.8%；研发费用88.6亿元，同比上升25.7%。

吨钢期间费用：2019年宝钢股份吨钢期间费用432.8元/吨、同比下降3.3%。其中，吨钢销售费用72.1元/吨，同比下降3.7%；吨钢财务费用52.5元/吨，同比下降43.9%；吨钢管理费用119.1元/吨，同比下降7.1%；吨钢研发费用189.1元/吨，同比上升25.3%。

图 3：2015-2019年宝钢股份吨钢期间费用情况（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年宝钢股份期间费用率7.0%、同比上升0.1PCT，四季度为全年最高、一季度为全年最低。分季度来看，2019年宝钢股份的销售费用率、财务费用率较稳定，分别在1.1%~1.3%、0.7%~0.9%区间内波动；管理费用率、研发费用率分别在1.3%~2.6%、2.1%~4.3%区间内波动较大。**从全年来看**，宝钢股份销售费用率、财务费用率、管理费用率和研发费用率分别为1.2%、0.8%、1.9%和3.0%，较2018年分别持平、降0.6PCT、持平和升0.7PCT。

表 5: 2019年宝钢股份吨钢期间费用分季度情况

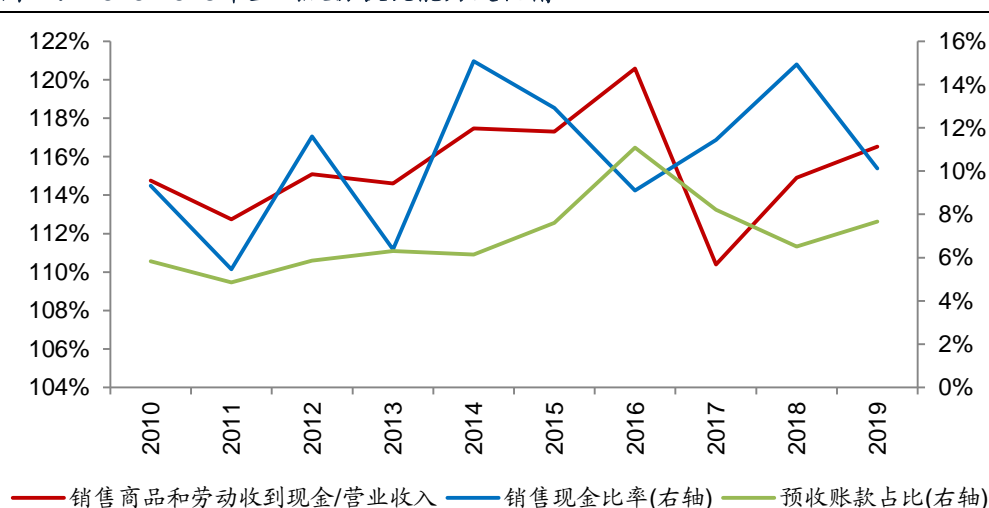
	吨钢期间费用绝对值(元/吨)					期间费用率拆解				
	期间费用	销售费用	财务费用	管理费用	研发费用	期间费用率	销售费用率	财务费用率	管理费用率	研发费用率
2019Q1	318.6	60.8	47.9	89.1	120.8	5.5%	1.1%	0.8%	1.6%	2.1%
2019Q2	434.1	73.4	56.6	136.6	167.5	6.9%	1.2%	0.9%	2.2%	2.7%
2019Q3	397.7	69.4	58.0	81.6	188.7	6.3%	1.1%	0.9%	1.3%	3.0%
2019Q4	580.9	84.9	47.1	169.4	279.5	9.0%	1.3%	0.7%	2.6%	4.3%
2019A	432.8	72.1	52.5	119.1	189.1	7.0%	1.2%	0.8%	1.9%	3.0%
同比	-3.3%	-3.7%	-43.9%	-7.1%	25.3%	0.1%	0.0%	-0.6%	0.0%	0.7%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(三) 经营质量: 获现能力有所下降, 营运能力、偿债能力均相对稳定

2019年, 宝钢股份销售现金比率明显下降, 预收账款占营收比率、销售商品和劳动收到现金占营收比例均小幅上升, 获现能力整体有所下降。2019年, 宝钢股份销售现金比率(经营活动产生的现金流量净额/营业收入)为10.1%、同比下降4.8PCT; 预收账款占营收比率为7.7%、同比上升1.2PCT; 销售商品和劳动收到现金占营收比例为116.5%、同比上升1.6PCT。

图 4: 2010-2019年宝钢股份获现能力变化情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

2019年, 宝钢股份的存货周转率、流动资产周转率下降, 应收账款周转率上升, 固定资产周转率、总资产周转率持平, 整体营运能力相对稳定。2019年, 宝钢股份的存货周转率、应收账款周转率分别为6.3次、24.5次, 较2018年分别下降0.1次、上升0.1次。流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率分别为2.3次、2.0次

和0.9次，较2018年分别下降0.1次、持平、持平。

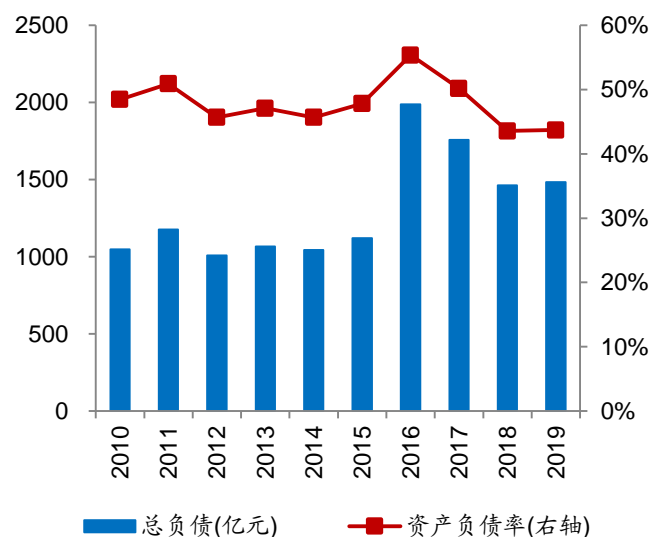
表 6: 2015-2019年宝钢股份营运能力分析

	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	5.9	17.1	2.3	1.9	0.7
2016A	6.0	20.0	2.4	1.9	0.8
2017A	5.6	21.0	2.1	1.8	0.8
2018A	6.4	24.4	2.4	2.0	0.9
2019A	6.3	24.5	2.3	2.0	0.9

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

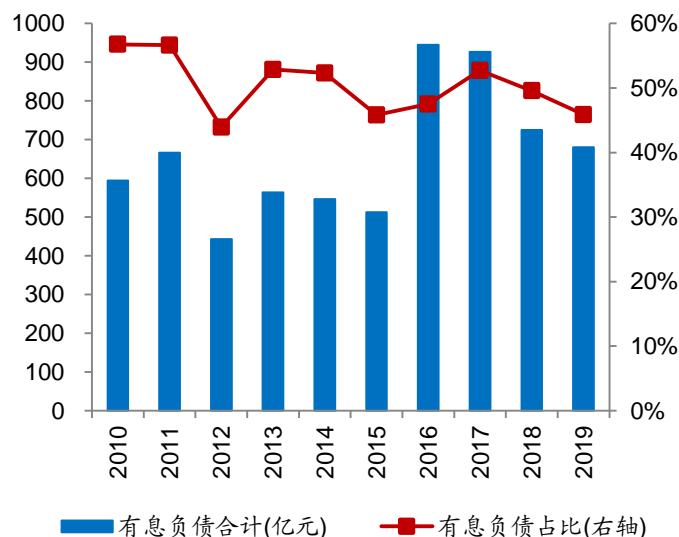
2019年，宝钢股份资产负债率微升，但仍为2010年以来的次低点，有息负债占比明显下降，偿债能力相对稳定。2019年，宝钢股份总负债规模1484.2亿元、同比上升1.5%，资产负债率43.7%，较2018年年末上升0.1PCT，为2010年以来的次低值。从债务内部结构看，有息负债合计680.6亿元、同比下降6.1%，有息负债占总负债的比重为45.9%，同比下降3.7PCT，流动比率、速动比率明显提升，均为2010年以来最好水平。在本报告中，有息负债是指短期借款、一年内到期的非流动负债、应付短期债券、长期借款、应付债券、长期应付款、应付票据和其他流动负债。

图 5: 2010-2019年宝钢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年宝钢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 7: 2015-2019年宝钢股份偿债能力分析

	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	47.8%	82.0%	45.8%	76.1%	50.5%
2016A	55.4%	85.7%	47.5%	80.3%	51.2%
2017A	50.2%	92.9%	52.7%	81.7%	57.5%
2018A	43.6%	91.4%	49.6%	90.3%	59.2%
2019A	43.7%	89.3%	45.9%	98.5%	68.1%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(四) 在建工程: 2019 年技改与基建预算达 417.8 亿元, 继续推进 2020 年环保超低排放

根据2019年年报, 宝钢股份2019年在建工程均为技改与基建项目, 总预算417.8亿元, 转入固定资产151.5亿元, 期末余额95.2亿元、同比增加8.6%。

环保方面, 根据2019年公司可持续发展报告, 2019年, 公司共实施268个环保项目, 重点聚焦烧结、焦炉、电厂的烟气升级治理, 工艺除尘设施、炉窑设施以新带老升级改造, 环境监测设施升级换代、无组织排放治理和冶金废物返生产利用。2019年公司推进多基地在各个领域的对标找差, 技术共享推广。4个基地在能环系统内共建立了36个协同项目, 通过节能环保BAT技术的推广应用, 共实现能源环保降本效益5.72亿元。重点推进余热回收提升, 蒸汽系统优化及自发电率提升工作, 先后组织多次节能技术交流, 2019年全年余能回收总量374万吨标煤, 比2018年上升9万吨标煤。宝钢股份环保投入包括费用化成本和资本化成本两部分, 2019年投入分别为63.85亿元和43.30亿元(包含公司所有基地)。

表 8: 2019年宝钢股份在建工程情况(单位: 亿元)

项目名称	预算数	期初余额	本期增加	转入固定资产	本期减少	期末余额
技改与基建项目	417.8	87.7	162.9	151.5	3.8	95.2
合计	417.8	87.7	162.9	151.5	3.8	95.2

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

二、2020Q1 业绩：坯材量减价跌，营业总收入、归母净利润分别减 8.2%、43.6%

根据2020年一季度和经营数据公告，2020年一季度宝钢股份生产生铁1110.1万吨、粗钢1179.9万吨、坯材1122.0万吨，销售坯材1058.7万吨，同比分别下降1.1%、0.3%、1.4%和5.1%。

2020年一季度，宝钢股份实现营业总收入601.1亿元，同比减少8.2%，归母净利润15.4亿元、同比减少43.6%，归母扣非净利润16.6亿元、同比减少40.4%，每股收益0.07元/股、同比减少41.7%，销售毛利率10.4%、同比下降0.3PCT，销售净利率2.9%、同比下降1.6PCT，ROE（摊薄）为0.9%、同比下降0.6PCT。

1.盈利能力：2020年一季度宝钢股份吨钢价格环比下跌2.3%，盈利能力优于行业均值

价格方面，根据2020年一季度经营数据公告，宝钢股份坯材平均售价4215.0元/吨，同比上涨2.8%，环比下跌2.3%。根据Mysteel数据，行业板材均价同比下跌4.6%，环比下跌3.0%，宝钢股份同环比变化均优于行业均值。

表 9：2020年一季度宝钢股份生产销售情况

	20Q1 产量(万吨)	同比	20Q1 销量(万吨)	同比	20Q1 平均售价(元/吨)	同比	环比
坯材合计	1122.0	-1.4%	1059.0	-5.1%	4215.0	2.8%	-2.3%
行业均值	-	-	-	-	3813.1	-4.6%	-3.0%

数据来源：公司 2020 年一季度、经营数据公告、Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：因 2019 年板材产量占比达 82.3%，行业价格均值取扁平材的 Myspic 普钢绝对价格指数。

2.费用控制能力：2020年一季度吨钢期间费用同比上升9.0%，环比下降40.2%

2020年一季度，宝钢股份期间费用合计38.9亿元，同比上升7.4%，环比下降41.8%。其中，销售费用6.7亿元，同比下降3.1%，环比下降31.5%；财务费用4.5亿元，同比下降18.2%，环比下降17.8%；管理费用11.1亿元、同比上升9.5%，环比下降43.1%；研发费用16.7亿元，同比上升21.4%，环比下降48.2%。

吨钢期间费用：2020年一季度宝钢股份吨钢期间费用347.1元/吨、同比上升9.0%，环比下降40.2%。其中，吨钢销售费用59.8元/吨，同比下降1.8%，环比下降29.6%；吨钢财务费用39.7元/吨，同比下降17.0%，环比下降15.6%；吨钢管理费用98.9元/吨，同比上升11.0%，环比下降41.6%；吨钢研发费用148.7元/吨，同比上升23.1%，环比下降46.8%。

期间费用率：2020年一季度宝钢股份期间费用率6.5%、同比上升0.9PCT，环比下降2.5PCT。宝钢股份销售费用率、财务费用率、管理费用率和研发费用率分别为1.1%、0.7%、1.9%和2.8%，同比分别升0.1PCT、降0.1PCT、升0.3PCT和升0.7PCT，

环比分别降0.2PCT、持平、降0.8PCT、降1.5PCT。

表 10: 2020年一季度宝钢股份期间费用情况

	吨钢期间费用绝对值(元/吨)					期间费用率拆解				
	期间费用	销售费用	财务费用	管理费用	研发费用	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
20Q1	347.1	59.8	39.7	98.9	148.7	6.5%	1.1%	0.7%	1.9%	2.8%
同比	9.0%	-1.8%	-17.0%	11.0%	23.1%	0.9%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.7%
环比	-40.2%	-29.6%	-15.6%	-41.6%	-46.8%	-2.5%	-0.2%	0.0%	-0.8%	-1.5%

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, 宝钢股份销售商品和劳动收到的现金占营收比例较2019年小幅下降, 总资产周转率较2019年明显下降, 流动比率较2019年明显提升, 三项指标同比均有提升; 资产负债率较2019年末小幅上升, 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115.9%, 同比上升0.2PCT, 较2019年下降0.6PCT。总资产周转率0.3次, 同比上升0.2次, 较2019年下降0.5次。资产负债率44.4%, 同比升0.6PCT, 较2019年末上升0.7PCT, 但仍为历史较好水平。流动比率102.9%, 同比升7.1PCT, 较2019年上升4.5PCT。

表 11: 2020年一季度宝钢股份经营质量分析

	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
20Q1	115.9%	0.3	44.4%	102.9%
同比	0.2%	0.2	0.6%	7.1%
较 2019 年变化	-0.6%	-0.5	0.7%	4.5%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

三、2020 年计划：坯材销量同比减 5.1%，营业总收入、营业成本分别同比减 7.4%、8.0%

2020 年经营计划：根据公司 2019 年年报，宝钢股份计划 2020 年生产生铁 4343.0 万吨、钢 4636.0 万吨；销售坯材 4478.0 万吨，较 2019 年实际销量减少 5.1%。从历史数据来看，宝钢股份的销量计划完成情况较好，坯材计划完成率 2015 年以来均达到 96.0%，2017 年以来产销率均达到 97.0%。

表 12：2015-2019 年宝钢股份年度生产计划与实际表现一览

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
上年年报计划坯材销量（万吨）	2296.0	2344.0	4394.0	4568.0	4679.0
当年实际实现钢坯材销量（万吨）	2215.0	2409.0	4617.0	4710.0	4718.5
坯材销量计划完成率	96.5%	102.8%	105.1%	103.1%	100.8%
坯材产量（万吨）	2360.0	2711.0	4619.0	4737.0	4818.0
坯材销量（万吨）	2215.0	2409.0	4617.0	4710.0	4718.5
产销率	93.9%	88.9%	100.0%	99.4%	97.9%
上年年报计划营业总收入（亿元）	1940.0	1604.0	3385.0	2786.0	2731.0
当年实际营业总收入（亿元）	1641.2	1857.1	2895.0	3052.0	2920.6
营业总收入计划完成率	84.6%	115.8%	85.5%	109.5%	106.9%
上年年报计划营业成本（亿元）	1757.0	1491.0	3102.0	2420.0	2419.0
当年实际营业成本（亿元）	1492.6	1618.5	2484.3	2590.8	2598.7
营业成本计划完成率	85.0%	108.6%	80.1%	107.1%	107.4%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2020 年其他计划：根据 2019 年公司年报，（1）营业总收入：2020 年计划营业总收入 2704 亿元，较 2019 年实际营业总收入减少 7.4%。（2）营业成本：2020 年计划营业成本为 2390 亿元，较 2019 年实际营业成本减少 8.0%。从 2015-2019 年历史数据看，宝钢股份营业总收入与营业成本计划完成率分别在 84.0%~116.0%、80.0%~109.0% 区间内波动，2018-2019 年计划完成率均超过 100.0%。（3）固定资产投资：2020 年预算安排固定资产投资 287.2 亿元，主要用于东山基地三高炉系统；宝山基地二高炉原地大修、无取向硅钢产品结构优化；青山基地原料场封闭以及筒仓等项目预付款及进度款；并投入一定资金用于技改项目。（4）公司将努力实现“经营业绩国内第一，吨钢 EBITDA 挑战全球前三，成本环比削减 10.8 亿元，冷轧汽车板市场占有率 50% 以上，钢铁主业人均年钢产量达到 1200 吨/人·年，资金周转效率达到行业平均水平，重大项目实现节点目标”的经营总目标。

四、公司看点：钢铁制造龙头，控本能力增强，产品结构升级，持续高比例分红

根据2020年4月9日宝钢股份发布的《宝山钢铁股份有限公司2020年度第六期超短期融资券募集说明书》，宝钢股份拥有上海宝山、南京梅山、湛江东山、武汉青山等主要生产基地，截至2018年末，宝钢股份拥有粗钢产能5022.6万吨。2019年在建新增粗钢产能达1612.8万吨。具体而言，根据2019年年报，东山基地新建三高炉系统项目，建成后新增粗钢产能360.0万吨。根据2019年一季报，湛江钢铁三高炉系统工程建设全面启动，计划2021年投产，项目建成后粗钢产能将新增1252.8万吨。根据2019年年报，截至2019年年末，宝钢股份拥有湛江钢铁90.00%的股权。另外，根据2019年可持续发展报告，公司对于国际市场保持高度关切，目前公司每年保持约10%左右的产品出口规模，现已成立专项推进办公室，力争三年内取得海外钢铁制造基地布局的突破。

宝钢股份制造技术领先，市占率高。根据2020年4月9日宝钢股份发布的《宝山钢铁股份有限公司2020年度第六期超短期融资券募集说明书》与2019年年报，宝钢股份是全球碳钢品种最为齐全的钢铁企业之一，形成汽车用钢、电工钢、能源与管线用钢、高等级薄板、镀锡板、长材等六大战略产品，具有雄厚的技术水平及研发能力。宝钢股份拥有国内领先的系列产品，自主研发的新一代汽车高强钢、电工钢、高等级家电用钢、油气管、桥梁用钢、热轧重轨等高端产品处于国际先进水平：汽车用钢、硅钢等大类品种在国内高端市场居于领导地位，质量控制水平居行业前列，冷轧超高强钢等部分品种已达到国际领先水平，部分品种实现全球首发。汽车板销售规模处于全球前三，硅钢产品销售规模位居全球第一，高端取向硅钢市场占有率超过70%。根据2019年年报，宝钢股份在已披露的全球钢企中，吨钢EBITDA在全球代表钢企中排名前三，冷轧汽车板市场占有率超50%；镀铝硅产品销量同比增长6.3倍；取向硅钢直流特高压市场国内占有率100%，青山基地实现直流特高压供货零突破。

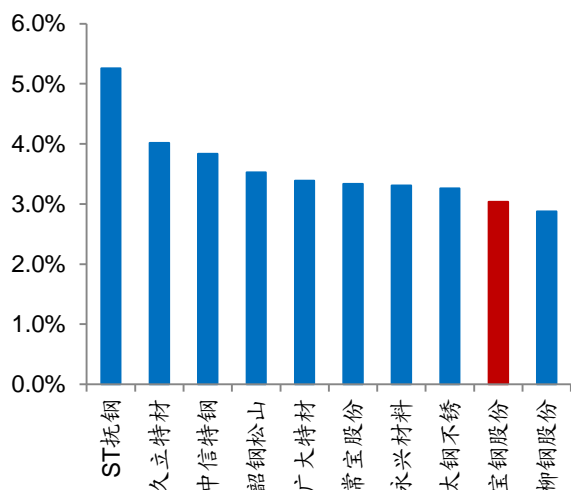
宝钢股份降本空间大，控本能力增强。根据2019年年报，2019年成本环比削减54.3亿元，较计划的22.8亿元大幅增长138.2%。2020年公司计划继续削减成本10.8亿元。预计公司新一轮（2019-2021年）成本削减将达130-150亿元。另外，宝武集团为中国第一大钢铁集团，宝钢股份可依托宝武集团发挥规模优势，提高市场话语权，进一步降低原材料采购、制造、销售等多环节成本。

宝钢股份高研发投入助力产品创新、结构升级。根据各公司2019年年报，宝钢股份研发费用率为3.0%，在34家中万钢企中排名第9，在22家中万普钢企业中排名第2。根据2019年年报，2019年宝钢股份新产品销售率达15.2%，公司级新产品试制量为169.5万吨。新试独有产品比例27.4%，新产品独有产品46.4万吨；首发产品及重大技术28项，专利申请量1111件，其中发明专利比例92.9%，国际专利申请46件。

宝钢股份持续高比例分红，股息率较高。（1）从现金分红比例来看，根据公司章程，2010以来宝钢股份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52.3%、51.6%和50.2%，整体分红情况较稳定。根据2020年3月31日修订的公司章程，当年度经审计公司报表（未合并）净利润为正，且累计未

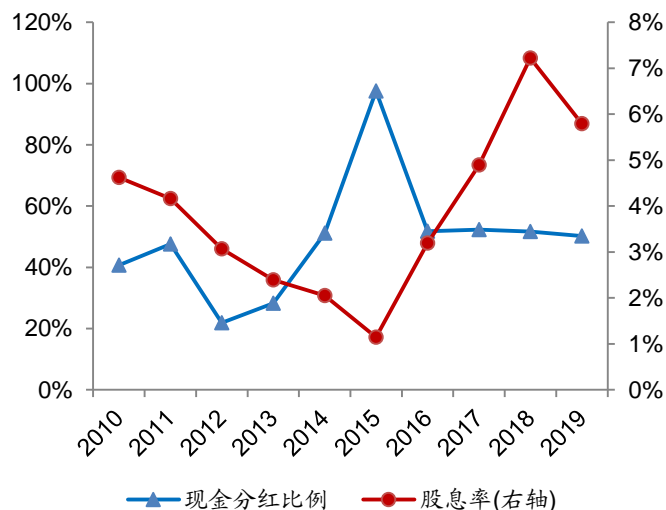
分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展情况时，公司应分派年度现金股利。分派的现金股利不低于当年度经审计合并报表归属于母公司净利润的50%，现金分红的数额为含税金额。（2）从股息率来看，2015年以来，宝钢股份股息率逐步上升，2017-2019年分别达4.9%、7.2%和5.8%，处于较高水平。

图 7：2019年申万钢企研发费用率排名前十情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 8：2010-2019年宝钢股份现金分红与股息率情况

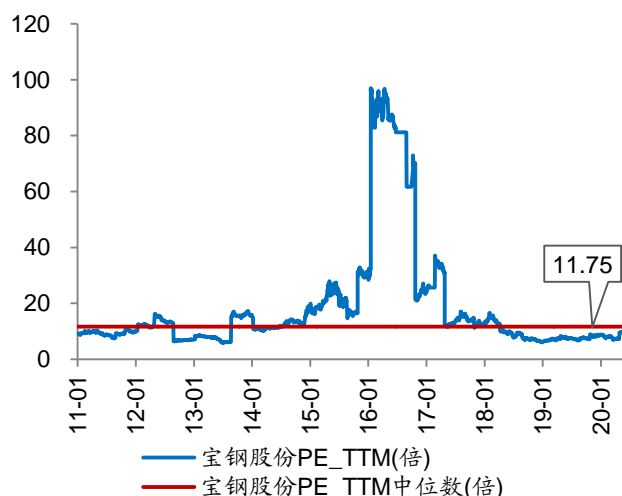


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：2019 年股息率按最新收盘价（2020 年 5 月 19 日）计算。

宝钢股份PE_TTM、PB_LF估值分别处于2011年以来37.5%、5.1%分位。截至2020年5月19日，从PE_TTM估值指标来观测，宝钢股份PE_TTM为9.58倍，处于2011年至今数据的37.5%分位（2011年以来中位数11.75倍）。从PB_LF估值指标来观测，宝钢股份PB_LF为0.60倍，处于2011年至今数据的5.1%分位（2011年以来中位数0.83倍）。

图 9：2011年至今宝钢股份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和。

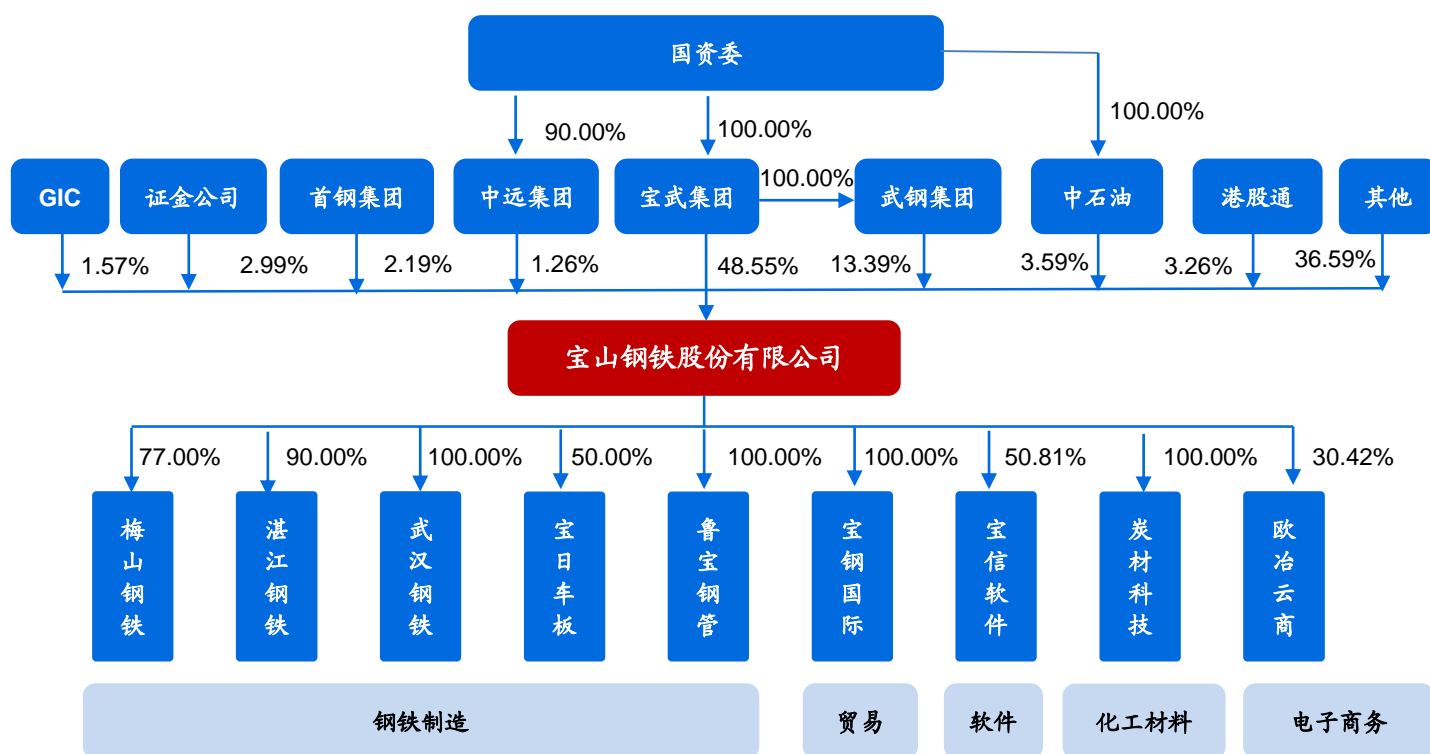
图 10：2011年至今宝钢股份PB_LF估值



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 11：截至2020年3月底，宝钢股份股权结构图



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：宝钢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 13：公司简称全称对照表

股东简称	股东全称	子公司简称	子公司全称
宝武集团	中国宝武钢铁集团有限公司	梅山钢铁	上海梅山钢铁股份有限公司
武钢集团	武钢集团有限公司	湛江钢铁	宝钢湛江钢铁有限公司
欧冶云商	欧冶云商股份有限公司	武汉钢铁	武汉钢铁有限公司
证金公司	中国证券金融股份有限公司	宝日丰板	宝钢日铁汽车板有限公司
首钢集团	首钢集团有限公司	鲁宝钢管	烟台鲁宝钢管有限公司
GIC	GIC PRIVATE LIMITED	宝钢国际	上海宝钢国际经济贸易有限公司
中远集团	中国远洋运输有限公司	宝信软件	上海宝信软件股份有限公司
港股通	香港中央结算有限公司	炭材科技	宝武炭材料科技有限公司

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：产品升级增强盈利韧性，高分红提升投资价值，维持“买入”评级

本报告的盈利预测假设如下：

（1）量：根据2019年年报，2019年宝钢股份分别生产、销售坯材4687.0、4718.5万吨，同比分别增加0.3%、0.2%。根据《宝山钢铁股份有限公司2020年度第六期超短期融资券募集说明书》，截至2018年末，宝钢股份拥有粗钢产能5022.6万吨。2019年在建新增粗钢产能达1612.8万吨。公司主要产品为冷轧碳钢板卷、热轧碳钢板卷等板材，广泛应用于汽车、家电等制造业相关领域，制造技术世界领先。2020年以汽车、家电为代表的制造业需求受新冠肺炎疫情影响稳中偏弱，但公司产品市占率高，高研发投入助力产品结构持续升级，在建产能陆续建成投产，依托宝武集团扩大规模优势，提升控本能力，整体看宝钢股份竞争力仍有望进一步提升。结合板材市场需求趋势、公司产品市占率及公司2020年生产计划，我们预计2020年公司坯材销量同比减少5.1%至4478.0万吨。综合分析公司钢材产能、市场定位和下游需求边际变化，预计2021-2022年公司钢材销量小幅增长。

（2）价：受累于新冠疫情影响，预计2020年钢材供需弱平衡，考虑公司产品定位较高，抗跌能力较好，预计2020年公司主要钢材品种均价下跌3.5%~6.2%，2021-2022年稳中小幅上涨。

（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，拖累公司吨钢毛利；2021-2022年钢铁行业供需边际改善，钢价将上涨、涨幅大于铁矿石，钢材吨钢毛利将增加。同时，公司保持研发高投入，产品结构升级将提升产品毛利率；从资本结构来看，2020年3月末的资产负债率仅为44.4%，抗风险能力整体较强。考虑产品结构升级和资本结构优化，公司盈利韧性有望增强。

表 14: 宝钢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	28,949,779	30,550,654	29,205,746	26,842,127	27,850,747	28,479,882
其中: 板材	16,373,200	17,410,100	16,170,500	14,658,012	15,150,672	15,413,070
钢管	1,056,700	1,410,600	1,411,200	1,208,800	1,332,240	1,395,680
长材	727,400	789,100	822,400	768,775	825,000	873,600
其他钢铁产品	1,325,100	1,713,700	1,743,200	1,604,400	1,689,621	1,743,000
其他业务	9,467,379	9,227,154	9,058,446	8,602,140	8,853,214	9,054,532
营业成本合计	24,860,391	25,959,632	26,005,543	24,130,512	24,843,456	25,340,894
其中: 板材	13,486,600	14,340,800	14,475,900	13,348,170	13,718,460	13,898,950
钢管	1,026,500	1,231,300	1,243,000	1,105,200	1,181,460	1,244,320
长材	615,100	647,700	659,900	620,750	664,000	696,800
其他钢铁产品	1,265,500	1,353,400	1,488,300	1,398,000	1,465,215	1,487,775
其他业务	8,466,691	8,386,432	8,138,443	7,658,392	7,814,321	8,013,049
营业毛利合计	4,089,389	4,591,022	3,200,204	2,711,615	3,007,291	3,138,988
其中: 板材	2,886,600	3,069,300	1,694,600	1,309,842	1,432,212	1,514,120
钢管	30,200	179,300	168,200	103,600	150,780	151,360
长材	112,300	141,400	162,500	148,025	161,000	176,800
其他钢铁产品	59,600	360,300	254,900	206,400	224,406	255,225
其他业务	1,000,689	840,722	920,004	943,748	1,038,893	1,041,483

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

宝钢股份是优质板材龙头钢企, 规模、技术、产品等综合竞争力强, 依托宝武集团持续提升控本能力, 高研发投入助力产品结构持续升级, 资本结构良好, 公司盈利韧性有望增强。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.42/0.52/0.55 元, 对应 2020 年 5 月 19 日收盘价, 2020-2022 年 PE 为 11.52/9.20/8.75 倍, 2020 年 PB 为 0.58 倍。

从公司历史估值来看, 2011 年至今 PB_LF 估值中枢为 0.83 倍、2018 年至今 PB_LF 估值中枢为 0.90 倍。我们预计公司归母净利润 2020 年同比下滑, 2021/2022 年盈利有望回升, 综合考虑公司历史 PB 估值中枢水平、市场龙头地位, 公司重视研发、积极推动产品结构升级, 持续提升控本能力, 盈利韧性有望增强, 我们预计公司 2020 年合理 PB 为 0.9 倍左右, 以 2020 年预测每股净资产 8.32 元计算, 公司合理价值为 7.49 元/股, 对应 2020 年 PE 为 17.83 倍。我们测算的宝钢股份 2020 年 0.9 倍合理 PB 估值低于可比公司杭钢股份、华菱钢铁、南钢股份的市值加权平均 PB 估值水平 (0.96 倍), 维持“买入”评级。

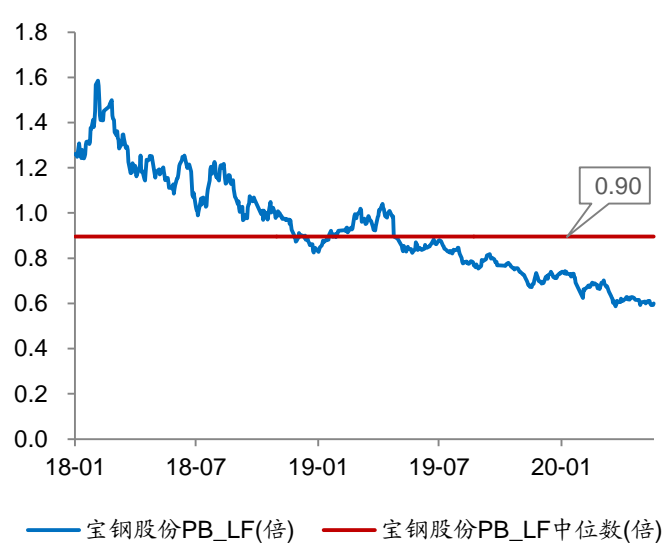
图 12: 2011年至今宝钢股份PB_LF估值



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)

图 13: 2018年至今宝钢股份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 15: 宝钢股份的可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元/股)	PB (倍)				
			2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
600126.SH	杭钢股份	7.29	1.08	0.82	0.87	1.31	1.26
000932.SZ	华菱钢铁	3.90	2.36	1.04	0.72	0.75	0.66
600282.SH	南钢股份	2.85	1.84	0.98	0.91	0.69	0.62

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注: 2020-2021 年 PB 估值取自 Wind 一致预期; 最新收盘价为 2020 年 5 月 19 日收盘价。

六、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. 计划产量完成度、新建产能进度低于预期;
4. 新冠疫情对需求影响。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	120,734	130,564	144,679	164,496	185,557	
货币资金	17,110	13,439	14,868	18,639	22,015	
应收及预付	48,440	16,507	24,442	22,131	23,704	
存货	41,569	40,300	37,836	38,811	39,637	
其他流动资产	13,615	60,319	67,534	84,915	100,201	
非流动资产	215,116	209,069	211,104	211,269	212,036	
长期股权投资	19,032	19,393	20,215	20,884	21,603	
固定资产	150,726	147,436	146,527	145,652	144,743	
在建工程	7,767	8,468	8,159	8,186	8,102	
无形资产	12,320	11,887	11,579	11,231	10,897	
其他长期资产	25,272	21,885	24,623	25,316	26,691	
资产总计	335,850	339,633	355,782	375,765	397,592	
流动负债	133,677	132,587	140,456	150,623	163,386	
短期借款	38,454	13,068	10,241	12,476	13,578	
应付及预收	65,430	65,957	60,634	62,722	63,983	
其他流动负债	29,793	53,561	69,581	75,425	85,825	
非流动负债	12,597	15,830	16,061	16,678	16,145	
长期借款	5,610	2,008	2,517	3,041	2,539	
应付债券	3,000	9,000	9,000	9,000	9,000	
其他非流动负债	3,987	4,823	4,544	4,637	4,606	
负债合计	146,274	148,417	156,517	167,300	179,530	
股本	22,268	22,274	22,271	22,271	22,271	
资本公积	49,671	49,978	49,978	49,978	49,978	
留存收益	105,943	107,344	114,461	122,761	131,336	
归属母公司股东权益	176,906	178,053	185,348	193,588	202,182	
少数股东权益	12,670	13,163	13,918	14,877	15,880	
负债和股东权益	335,850	339,633	355,782	375,765	397,592	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	305,507	292,057	268,421	278,507	284,799
营业成本	259,423	259,871	241,305	248,435	253,409
营业税金及附加	1,625	1,266	1,252	1,269	1,308
销售费用	3,502	3,381	2,911	3,014	3,192
管理费用	5,991	5,582	4,836	4,948	5,243
研发费用	7,054	8,864	8,284	8,547	8,845
财务费用	4,375	2,460	1,877	1,688	1,640
资产减值损失	-319	-323	-262	-217	-120
公允价值变动收益	189	257	124	83	96
投资净收益	4,120	3,700	3,474	3,579	3,668
营业利润	27,950	15,515	11,974	14,788	15,550
营业外收支	-365	-521	-469	-486	-480
利润总额	27,585	14,994	11,505	14,302	15,069
所得税	4,540	1,525	1,411	1,655	1,778
净利润	23,044	13,469	10,094	12,648	13,291
少数股东损益	1,596	1,046	755	958	1,003
归属母公司净利润	21,449	12,423	9,338	11,689	12,288
EBITDA	47,096	32,133	23,641	26,084	26,597
EPS（元）	0.96	0.56	0.42	0.52	0.55

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	45,568	29,504	11,117	20,617	18,537	
净利润	23,044	13,469	10,094	12,648	13,291	
折旧摊销	19,185	19,041	13,808	13,788	13,795	
营运资金变动	2,983	-1,132	-10,884	-3,637	-6,226	
其它	356	-1,873	-1,901	-2,183	-2,322	
投资活动现金流	-4,126	-22,229	-2,090	-12,623	-8,648	
资本支出	-12,625	-16,898	-9,971	-10,271	-10,165	
投资变动	5,306	-8,552	6,149	-6,500	-1,950	
其他	3,193	3,221	1,732	4,147	3,467	
筹资活动现金流	-45,197	-11,485	-7,598	-4,222	-6,513	
银行借款	81,732	87,165	-2,318	2,759	600	
股权融资	426	215	-3	0	0	
其他	-127,356	-98,864	-5,277	-6,981	-7,113	
现金净增加额	-3,860	-4,252	1,429	3,772	3,376	
期初现金余额	16,493	15,718	13,439	14,868	18,639	
期末现金余额	15,718	11,966	14,868	18,639	22,015	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	5.5%	-4.4%	-8.1%	3.8%	2.3%
营业利润增长	12.1%	-44.5%	-22.8%	23.5%	5.1%
归母净利润增长	11.9%	-42.1%	-24.8%	25.2%	5.1%
获利能力					
毛利率	15.1%	11.0%	10.1%	10.8%	11.0%
净利率	7.5%	4.6%	3.8%	4.5%	4.7%
ROE	12.1%	7.0%	5.0%	6.0%	6.1%
ROIC	9.6%	5.4%	3.8%	4.6%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	43.7%	44.0%	44.5%	45.2%
净负债比率	77.2%	77.6%	78.5%	80.3%	82.3%
流动比率	0.90	0.98	1.03	1.09	1.14
速动比率	0.54	0.64	0.72	0.80	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.86	0.75	0.74	0.72
应收账款周转率	23.68	26.85	25.70	26.07	25.95
存货周转率	7.35	7.25	7.09	7.18	7.19
每股指标 (元)					
每股收益	0.96	0.56	0.42	0.52	0.55
每股经营现金流	2.05	1.32	0.50	0.93	0.83
每股净资产	7.94	7.99	8.32	8.69	9.08
估值比率					
P/E	6.75	10.29	11.52	9.20	8.75
P/B	0.82	0.72	0.58	0.56	0.53
EV/EBITDA	3.82	4.42	5.02	4.50	4.31

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 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfbzqyf@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。