宝钢股份(600019)/钢铁

巨无霸钢铁开启新纪元

评级：增持(维持)

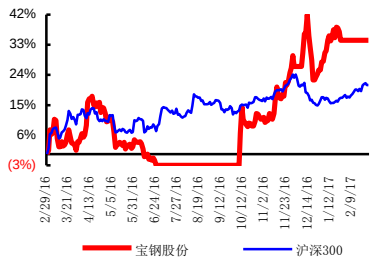
市场价格：6.8

分析师：笃慧
执业证书编号：S0740510120023
电话：021-20315133
Email：duhui@r.qlzq.com.cn
联系人：赖福洋
电话：021-20315128
Email：laify@r.qlzq.com.cn
联系人：邓轲
电话：021-20315223
Email：dengke@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	22,103
流通股本(百万股)	22,077
市价(元)	6.8
市值(百万元)	150,298
流通市值(百万元)	150,122

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 行业龙头业绩耀眼

2 三季度盈利持续改善

3 荣光延续

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	187,413.6	163,789.5	190,406.	715,406.	785,406.
增长率 yoy%	-1.20%	-12.61%	16.25%	275.73%	9.78%
净利润	5,973	654	8883	12969	14913
增长率 yoy%	-0.71%	-83.21%	869.98%	46.03%	14.99%
每股收益（元）	0.34	0.06	0.42	0.61	0.70
每股现金流量	1.72	1.29	1.04	1.13	1.67
净资产收益率	4.97%	0.84%	7.64%	10.19%	10.62%
P/E	20.35	96.46	12.32	8.44	7.34
PEG	—	—	0.01	0.18	0.49
P/B	1.01	0.81	0.94	0.86	0.78

备注：股价取 2017 年 2 月 24 日

投资要点

- **事件概要：**日前公司发布公告称，公司换股吸收合并武汉钢铁股份有限公司的换股工作已实施完毕，新增股份将于 2 月 27 日上市，公司股票将于同日复牌。

- **宝武合并回顾：**2016 年 9 月宝钢股份、武钢股份发布合并公告称，武钢集团将整体划入宝钢集团，后者更名为中国宝武钢铁集团有限公司。两家集团旗下的武钢股份与宝钢股份将实施换股，换股比例为 1:0.56，即每 1 股武钢股份的股份可换取 0.56 股宝钢股份的股份，换股价格分别为：宝钢股份 4.60 元/股、武钢股份 2.58 元/股，合并完成后上市公司总股本为 221.19 亿股，双方异议股东可获得由现金选择权按照各自换股价格支付的现金对价；

- **强强联合，打造规模、协同效应：**武钢股份、宝钢股份无论是从规模还是产品品质而言原本就处于行业前列，通过此次的兼并重组，合并后的宝钢和武钢粗钢产量将达到 6071 万吨，超越河钢集团，成为全国第一。重组后，双方有望实现对战略、研发、采购、生产、营销和综合管理业务的全面整合，最大化发挥规模效应。考虑到双方板材类产品重合度较高，未来宝武钢铁集团在汽车板、家电板以及硅钢等领域市场占有率显著提升，有利于增强公司在细分产品领域话语权，提高产品议价能力；

- **行业盈利高位运行：**随着乐观情绪的攀升和下游需求逐渐回归，春节后钢价出现大幅上涨，当前行业吨钢毛利已重回历史高点，最新钢坯售价盈利更是高达 490-580 元/吨。我们认为目前钢铁行业需求、库存、产能三周期依然健康，未来行业盈利依然有望保持强势。需求周期，宏观经济平稳之际，基建和房地产投资中短期无忧，在此背景下，淡旺季切换所带来的需求增量将会十分明显，旺季需求回暖值得期待。库存周期，虽然库存同比增幅较大，但绝对库存水平依然偏低，而在经过多年的资产负债表修复之后工业企业合意库存有望出现抬升，产业链补库行情将极大增强下游需求弹性。产能周期，2017 年新增产能极少，加之上一个景气十年投资所带来的产能投放陆续进入设备报废期，行业产能加速出清。此外若后期供给侧改革超预期，去产能所造成的对供给端扰动将进一步放大行业盈利回升幅度；

- **公司股价存补涨需求：**公司自今年 1 月 23 日停牌以来，行业吨钢盈利处于持续扩张态势，钢企盈利逼近 2016 年二季度高点。股指方面，上证综指上涨了 3.72%，钢铁（中信）指数上涨了 6%，板块其它上市公司如本钢板材、河钢股份、马钢股份以及新钢股份股价分别 18.36%、10.53%、13.46%、13.70%，公司股价存在补涨的需求；

- **投资建议：**虽然宝武合并之后，按照公布的 2016 年全年业绩预告进行测算，公司即期收益存在摊薄风险（预计摊薄每股收益约 0.12 元），但是中长期而言，交易完成之后公司龙头地位得以强化，在行业盈利不断好转背景下，公司业绩有望进一步增厚，预计 2016-2018 年公司 EPS 分别为：0.42 元、0.61 元以及 0.70 元。考虑到公司停牌期间，钢铁板块相关个股上涨明显，也存在补涨需求，维持“**增持**”评级。

- **风险提示：** 通胀和利率上行过快。

图表1：三张报表预测

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销货净收入	**189,688**	**187,414**	**163,790**	**190,406**	**715,406**	**785,406**
增长率	*-0.76%*	*-1.2%*	*-12.6%*	*16.3%*	*275.7%*	*9.8%*
销货成本	-161,402	-158,410	-138,635	-152,336	-641,851	-703,684
% 收入	*85.1%*	*84.5%*	*84.6%*	*80.0%*	*89.7%*	*89.6%*
毛利	28,286	29,003	25,155	38,070	73,556	81,722
% 收入	*14.9%*	*15.5%*	*15.4%*	*20.0%*	*10.3%*	*10.4%*
销售及行政费用	-9,257	-10,399	-9,906	-11,329	-39,490	-44,140
% 收入	*4.9%*	*5.5%*	*6.0%*	*6.0%*	*5.5%*	*5.6%*
EBITDA	19,029	18,604	15,249	26,741	34,065	37,582
% 收入	*10.0%*	*9.9%*	*9.3%*	*14.0%*	*4.8%*	*4.8%*
折旧与摊销	-10,316	-10,521	-10,624	-11,809	-12,694	-13,160
% 收入	*5.4%*	*5.6%*	*6.5%*	*6.2%*	*1.8%*	*1.7%*
EBIT	8,713	8,083	4,626	14,933	21,371	24,422
% 收入	*4.6%*	*4.3%*	*2.8%*	*7.8%*	*3.0%*	*3.1%*
利息费用	544	-488	-2,393	-1,838	-1,992	-2,067
投资收益	684	379	1,038	900	700	600
税前经营收益	9,941	7,975	3,271	13,994	20,079	22,955
% 收入	*5.2%*	*4.3%*	*2.0%*	*7.3%*	*2.8%*	*2.9%*
其他非经营收益	-2,035	185	-1,477	-980	-1,074	-1,102
税前利润	**7,906**	**8,160**	**1,794**	**13,014**	**19,005**	**21,853**
% 收入	*4.2%*	*4.4%*	*1.1%*	*6.8%*	*2.7%*	*2.8%*
所得税	-1,969	-2,187	-1,140	-3,254	-4,751	-5,463
所得税率	*24.9%*	*26.8%*	*63.6%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
少数股东损益	222	298	-299	521	760	874
归属于普通股股东净利润	**5,715**	**5,674**	**953**	**9,240**	**13,493**	**15,516**
净利率	*3.0%*	*3.0%*	*0.6%*	*4.9%*	*1.9%*	*2.0%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	6,040	6,091	714	9,761	14,254	16,390
少数股东损益	222	298	-299	521	760	874
非现金支出	12,704	10,996	12,110	13,364	14,293	14,857
非经营收益	-1,100	349	2,214	446	907	1,016
营运资金变动	-5,555	10,845	6,139	-473	-4,477	4,619
经营活动现金净流	**12,312**	**28,579**	**20,878**	**23,617**	**25,737**	**37,757**
资本开支	11,181	21,454	23,934	21,362	16,733	11,274
投资	-3,239	-3,603	-3,270	-2,900	-2,190	-2,480
其他	5,704	6,093	5,527	920	725	640
投资活动现金净流	**-8,717**	**-18,964**	**-21,676**	**-23,342**	**-18,198**	**-13,114**
股权募资	165	310	2,013	220	150	180
债权募资	7,177	-6,387	3,328	7,455	2,082	-1,681
其他	-6,748	-3,547	-7,025	-1,921	-3,459	-4,421
筹资活动现金净流	**593**	**-9,624**	**-1,683**	**5,754**	**-1,227**	**-5,922**
现金净流量	**4,189**	**-9**	**-2,481**	**6,029**	**6,313**	**18,720**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	12,881	12,104	7,817	13,326	18,878	36,724
应收款项	25,067	20,351	18,408	21,033	78,244	85,469
存货	31,087	26,815	23,516	27,118	105,803	113,910
其他流动资产	9,022	15,116	20,162	19,062	26,365	26,605
流动资产合计	78,056	74,386	69,903	80,538	229,291	262,709
% 总资产	*34.4%*	*32.5%*	*29.9%*	*31.4%*	*55.9%*	*59.3%*
长期投资	28,681	24,873	20,887	23,847	26,087	28,607
固定资产	101,624	109,829	124,751	135,235	135,851	132,005
无形资产	7,764	10,236	10,309	10,131	9,955	9,773
非流动资产合计	148,612	154,267	164,220	175,734	180,913	180,405
% 总资产	*65.6%*	*67.5%*	*70.1%*	*68.6%*	*44.1%*	*40.7%*
资产总计	**226,668**	**228,653**	**234,123**	**256,272**	**410,204**	**443,114**
短期借款	46,698	38,922	27,319	35,034	36,734	38,564
应付款项	33,802	37,992	40,571	44,754	173,728	191,134
其他流动负债	14,134	12,340	23,970	25,822	36,505	39,110
流动负债	94,634	89,254	91,860	105,610	246,967	268,808
长期贷款	4,702	9,936	9,111	8,973	9,473	10,473
其他长期负债	7,266	5,257	11,006	10,888	10,769	6,258
负债	**106,602**	**104,448**	**111,977**	**125,471**	**267,210**	**285,539**
普通股股东权益	**110,512**	**114,258**	**112,803**	**120,937**	**132,370**	**146,077**
少数股东权益	9,554	9,947	9,343	9,864	10,624	11,498
负债股东权益合计	**226,668**	**228,653**	**234,123**	**256,272**	**410,204**	**443,114**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.347	0.345	0.058	0.418	0.610	0.702
每股净资产(元)	6.709	6.937	6.850	5.472	5.989	6.609
每股经营现金净流(元)	0.734	1.717	1.286	1.045	1.130	1.669
每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.100	0.090
回报率						
净资产收益率	5.17%	4.97%	0.84%	7.64%	10.19%	10.62%
总资产收益率	2.52%	2.48%	0.41%	3.61%	3.29%	3.50%
投入资本收益率	4.89%	4.25%	1.22%	7.68%	10.51%	12.63%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.76%	-1.20%	-12.61%	16.25%	275.73%	9.78%
EBIT增长率	90.64%	-7.22%	-42.78%	222.82%	43.12%	14.27%
净利润增长率	-42.73%	-0.71%	-83.21%	869.98%	46.03%	14.99%
总资产增长率	2.58%	0.88%	2.39%	9.46%	60.07%	8.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.1	20.8	21.4	20.6	20.1	20.0
存货周转天数	63.7	62.6	61.5	60.3	59.0	58.0
应付账款周转天数	39.1	41.1	50.5	51.0	51.0	51.0
固定资产周转天数	159.4	164.7	193.8	173.1	43.8	35.9
偿债能力						
净负债/股东权益	34.98%	31.88%	29.88%	29.43%	24.53%	9.89%
EBIT利息保障倍数	-35.0	38.1	6.4	13.9	16.0	17.0

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。