

业绩表现靓丽，协同效益可期

公司动态

◆2016 净利润同比增长 785%，Q1 单季 EPS 高达 0.17 元/股。2017 年 Q1 公司实现归母净利润 37.86 亿元，同比增长 148%；单季度 ROE 为 2.3%；单季度 EPS 为 0.17 元/股。2016 年公司实现归母净利润 89.66 亿元，同比增长 785%；全年 ROE 为 6.45%，EPS 为 0.545 元/股；吨钢净利润 372 元/吨，在全球产量 2000 万吨以上的钢企中排名第一。

◆宝武合并后虽有摊薄但仍卓越，承诺三年抹平摊薄甚至更佳。宝武合并后粗钢年产量将达到约 4000 万吨以上，位居全国第一、全球第二。虽然合并后财务数据有所摊薄，2016 年 PE 由 11.44 倍提升至 14.70 倍，但在钢铁行业中仍属卓越，估值水平仍偏低。公司承诺三年内抹平摊薄效应甚至更优秀，事实上公司 2017 年 Q1 盈利水平已超过合并前。

◆2017 年将创造协同效益 10 亿元，取向硅钢等优势产品竞争力更强。公司公告 2017 年宝武协同效益预计超过 10 亿元，宝武合并后将占据全国高端取向硅钢产能的近 90%、高端汽车板的近 60%。合并后武汉青山基地的汽车板价格有望逐步提升到上海宝山基地的产品价格水平；假设取向硅钢价格上涨 2000 元/吨，可贡献净利润增长约 12 亿元，增厚公司市值 10%。

◆2017 年去产能加速有望继续推涨钢价，公司业绩有望再攀高峰。2017 年打击中频炉、违规高炉有望去掉钢铁产量 8000 万吨，占全国粗钢产量的近 10%，支撑钢铁行业基本面向好。公司作为钢铁行业龙头业绩有望再攀高峰，公司预计 2017 年营业收入 3385 亿元、毛利 283 亿元。

◆公司估值水平偏低，合并后前景看好，维持买入评级。鉴于公司短期内具有良好的盈利能力和增长预期，中长期具有宝武合并带来的竞争力提升，且估值水平显著偏低，我们维持“买入”评级。预测公司 2017~2019 年 EPS 为 0.47 元/股、0.63 元/股、0.56 元/股，给予 18 倍 PE 估值，6 个月目标价 8.46 元。

◆风险提示：钢价波动风险；宝武合并后协同效应不及预期风险；公司经营不善风险等。

业绩预测和估值指标 (2017-2019 年为合并武钢股份后数据)

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	163,790	185,459	332,854	351,114	366,936
营业收入增长率	-12.61%	13.23%	79.48%	5.49%	4.51%
净利润 (百万元)	1,013	8,966	10,450	11,609	12,340
净利润增长率	-82.51%	785.16%	16.56%	11.09%	6.30%
EPS (元)	0.05	0.41	0.47	0.53	0.56
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.90%	7.39%	6.77%	7.17%	7.27%
P/E	134	15	13	12	11
P/B	1	1	1	1	1

买入 (维持)

当前价/目标价：6.14/8.46 元

目标期限：6 个月

分析师

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)

021-22167202

wangzh@ebsecn.com

联系人

王凯

021-22169126

wangk@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：221.03

总市值(亿元)：1357.10

一年最低/最高(元)：4.84/7.47

近 3 月换手率：13.84%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.48	-11.44	0.31
绝对	-5.38	-9.70	9.18

相关研报

钢铁航母再起航，协同效应被显著低估

.....2017-02-27

净利润预增 770%，继续看好宝武合并后的业绩表现

.....2017-01-18

目录

1、 业绩表现靓丽，2016 年净利润同比增 785%	3
1.1、 2017Q1 净利润同比增 148%，单季 EPS 为 0.17 元	3
1.2、 2016 年净利润同比增长 785%，降本增效显著	4
2、 宝武合并后虽有摊薄但仍卓越，2017 年创造协同效益 10 亿元	5
2.1、 宝武合并后年产量 4000 万吨钢铁航母启航	5
2.2、 财务指标虽摊薄仍卓越，公司承诺三年内抹平摊薄	6
2.3、 2017 年将创造协同效益 10 亿元，优势产品竞争力更强	7
3、 2017 年去产能加速有望继续推涨钢价，公司业绩有望再攀高峰	9
4、 公司估值水平偏低，合并后前景看好，维持买入评级	9

1、业绩表现靓丽，2016 年净利润同比增 785%

1.1、2017Q1 净利润同比增 148%，单季 EPS 为 0.17 元

2017 年一季度，宝钢股份正式吸收合并武钢股份，根据会计准则，从 2017 年一季报开始，宝钢股份所披露的各张财务报表均为合并武钢股份后的数据。而 2016 年年报及以前的财务报表，则只包含了合并前的原宝钢股份。

2017 年 Q1，宝钢股份实现营业收入 850 亿元，同比增长 141%，环比 Q4 增长 63.5%；实现归母净利润 37.86 亿元，同比增长 148%，环比 Q4 增长 12.41%。

Q1 公司营收和盈利出现大幅增长，一方面是由于合并武钢股份后公司规模扩大，公司 Q1 末净资产较 Q4 末增长了 25.2%；另一方面是因为 2016 年及 2017 年 Q1 钢价持续上涨，公司销售和盈利能力显著增加。

2017 年 Q1，宝钢股份毛利率为 11.86%，同比下降了 0.62 个百分点，环比 Q4 下降了 2.18 个百分点。

在钢价上涨的一季度公司毛利率之所以反而下降，是因为原武钢股份盈利能力显著落后于原宝钢股份，故而合并后拉低了公司的整体毛利率水平。

2017 年 Q1，宝钢股份单季度 ROE 为 2.3%；EPS 为 0.17 元/股，假设全年保持该盈利水平，那么公司 PE 仅 9 倍。Q1 公司粗钢产量 1153.8 万吨，吨钢净利润 328 元。

虽然与合并前相比盈利指标有所摊薄，但在钢铁行业上市公司中仍属卓越，作为行业龙头，估值水平显著偏低。

公司资产负债率 55.43%，虽然与合并前相比有所上升，但仍属于优秀水平，宝武合并后，国内外主流评级机构并未下调宝钢集团的信用评级。

表 1：宝钢股份季度财务数据（2017 年 Q1 开始为合并武钢股份后的数据）

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（亿元）	352.73	427.19	554.43	520.23	850.10
同比增长率	-14.77%	8.47%	33.85%	25.06%	141.00%
毛利（亿元）	44.03	65.20	53.94	72.90	100.80
毛利率	12.48%	15.26%	9.73%	14.01%	11.86%
税前利润（亿元）	21.83	28.39	30.85	34.12	50.45
归属母公司净利润（亿元）	15.29	19.40	21.29	33.68	37.86
净利率	4.33%	4.54%	3.84%	6.47%	4.45%
同比增长率	-1.20%	19.21%	-331.30%	-371.36%	147.70%
扣非净利润（亿元）	15.20	21.62	19.04	34.08	39.60
期末净资产（亿元）	1,237.00	1,256.87	1,280.16	1,314.21	1,645.37
年化 ROE	4.94%	6.17%	6.65%	10.25%	9.20%
存货/销售收入	68.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产负债率	52.78%	52.80%	52.03%	50.96%	55.43%
总股本（亿股）	164.68	164.67	164.67	164.50	221.03
全面摊薄 EPS（元/股）	0.093	0.118	0.129	0.205	0.171

资料来源：公司财报、WIND、光大证券研究所

1.2、2016 年净利润同比增长 785%，降本增效显著

因为宝钢股份吸收合并武钢股份为 2017 年一季度正式落实，2016 年年报及以前的报表均为合并之前的原宝钢股份的数据。

2016 年，公司实现营业收入 1855 亿元，同比增长 13.23%；实现归母净利润 89.66 亿元，同比增长 785%。

公司营收和盈利大幅增长，主要因为 2016 年钢铁行业随着钢价持续上涨显著回暖。2016 年公司毛利率 12.7%，同比增长 3.86 个百分点。

公司 2016 年吨钢净利润 372 元/吨，而 2015 年仅为 46 元/吨，公司吨钢净利润在全球年产量 2000 万吨以上的钢企中排名第一，盈利能力可谓卓越。

公司 2016 年全年 ROE 为 6.45%，EPS 为 0.545 元/股。

公司 2016 年期间费用率为 6.49%，同比下降了 0.73 个百分点；人均钢产量 648 吨，同比增长 11.40%。这显示了公司在 2016 年降本增效显著，这也是公司盈利大幅增长的重要原因。

表 2：宝钢股份年度财务数据（均为合并武钢股份之前的数据）

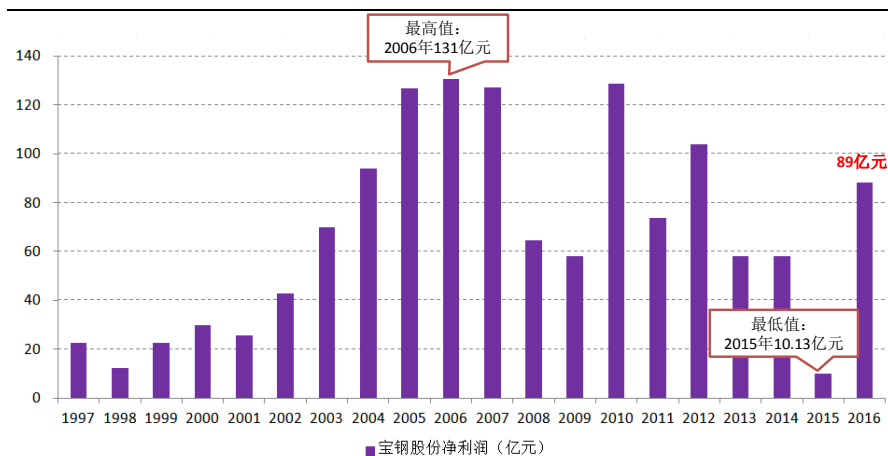
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
粗钢产量(万吨)	2357	2199	2182	2215	2409
营业收入(亿元)	1911	1897	1874	1638	1855
吨钢均价(元/吨)	8111	8625	8590	7395	7700
吨钢均价变化	-90%	6%	0%	-14%	4%
销售成本(亿元)	1,769	1,717	1,689	1,493	1,619
毛利(亿元)	142.56	179.70	184.83	145.31	236.07
毛利率	7.46%	9.47%	9.86%	8.87%	12.73%
销售费用(亿元)	19.26	19.63	22.00	21.53	22.68
财务费用(亿元)	4.16	-5.44	4.88	23.93	21.86
管理费用(亿元)	72.38	68.81	77.28	72.87	75.88
期间费用率	5.01%	4.38%	5.56%	7.22%	6.49%
归母净利润(亿元)	103.86	58.18	57.92	10.13	89.66
同比增长	41%	-44%	0%	-83%	785%
净利润率	5.43%	3.07%	3.09%	0.62%	4.83%
吨钢净利(元/吨)	441	265	265	46	372
扣非净利润(亿元)	47.20	63.21	57.94	10.85	89.94
折旧(亿元)	111.87	100.96	102.07	102.60	118.48
吨钢折旧(元/吨)	475	459	468	463	492
存货(亿元)	287.91	310.87	268.15	235.16	357.79
存货/销售收入	15.06%	16.39%	14.31%	14.36%	19.29%
员工总数(人)	32598	37487	37838	38089	37183
人均钢产量(吨)	723	587	577	581	648

资料来源：公司财报、WIND、光大证券研究所

此外值得一提的是，虽然 2016 年公司归母净利润相比 2015 年已暴涨 8 倍，但相比历史业绩，仍有进一步的上升空间。公司自 1997 年上市以来，归母净利

润最高值为 2006 年的 131 亿元，最低值为 2015 年的 10.13 亿元。公司在 2004~2007 年间、2010 年、2012 年实现归母净利润都比今年更高。

图 1：宝钢股份历年归母净利润（亿元）



资料来源：公司财报、光大证券研究所

2、宝武合并后虽有摊薄但仍卓越,2017 年创造协同效益 10 亿元

2.1、宝武合并后年产量 4000 万吨钢铁航母启航

2017 年一季度宝钢股份正式吸收合并了武钢股份，具体方案是每 1 股武钢股份的股票换 0.56 股宝钢股份的股票。

新公司粗钢年产量将达到约 4000 万吨以上，占中国粗钢产量的 5%，跃居为全国第一、全球第二大钢铁生产企业。新公司员工人数将达到 65000 人。

表 3：宝钢股份与武钢股份合并后经营数据推算

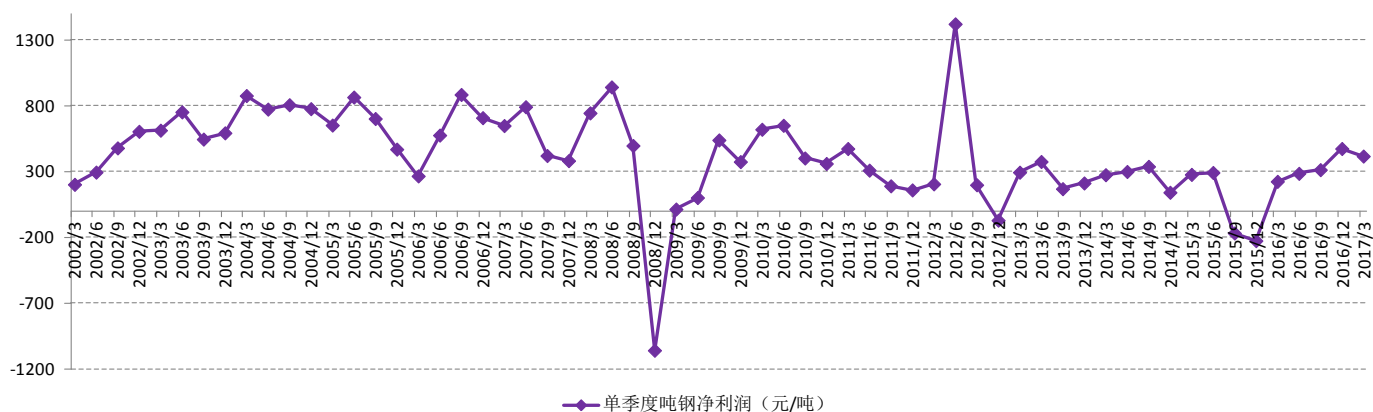
	原宝钢股份	原武钢股份	合并后
2016 年净利润（亿元）	89.16	4.06	93.22
2017 年 Q1 净利润（亿元）			37.86
2016 年粗钢产量（万吨）	2400	1600	4000
2017 年 Q1 粗钢产量（万吨）			1153.8
员工人数	37183	27328	64511
2016 年吨钢净利润（元/吨）	372	25.38	233
2017 年 Q1 吨钢净利润（元/吨）			328
2016 年人均钢产量（吨/人）	709	585	657

资料来源：公司财报、光大证券研究所

吨钢利润方面，原宝钢股份 2016 年的吨钢净利润为 372 元/吨，合并后的新宝钢股份 2017 年 Q1 的吨钢净利润为 328 元/吨。

我们统计了宝钢股份自上市以来，历年的单季度吨钢净利润走势图，可以看出当前的盈利水平处于近 5 年来的高位，但与 2010 年以前相比仍处于偏低水平。

图 2：宝钢股份上市以来单季度吨钢净利润（元/吨）



资料来源：公司财报、光大证券研究所

注：2012 年 Q2 吨钢净利润高达 1423 元/吨，系由公司当季度出售子公司实现高额营业外收入所致，如果不考虑该事件影响，公司 2012 年 Q2 吨钢净利润约为 200 元/吨，与 Q1、Q3 基本持平。

2.2、财务指标虽摊薄仍卓越，公司承诺三年内抹平摊薄

宝武合并后，我们依据原宝钢股份、原武钢股份 2016 年的财务数据，推算出合并后的新宝钢股份在 2016 年的财务数据，来观察合并所带来的摊薄效应。

2016 年原宝钢股份、原武钢股份的归母净利润为 89.16 亿元、4.06 亿元（武钢股份为业绩预告数据）。合并后，新的宝钢股份 2016 年净利润将达到 93.22 亿元，总股本为 221.03 亿股。

由此推算，合并后公司 2016 年的 EPS 由 0.54 元下降至 0.42 元/股，每股净资产由 7.99 元下降至 7.25 元，ROE 由 6.79%下降至 5.82%。按当前股价计算，公司 2016 年 PE 由 11.44 倍提升至 14.70 倍，PB 由 0.78 倍提升至 0.86 倍。

可见，由于武钢股份业绩和资产显著逊色于宝钢股份，宝钢股份吸收武钢股份后，盈利数据将有所摊薄，估值指标也有所上升。但即便如此，新公司的盈利水平在钢铁行业中仍属卓越，估值水平仍处于偏低水平。

表 4：宝钢股份与武钢股份合并后财务数据推算（2016 年度）

	宝钢股份	武钢股份	合并后
股价（元）	6.20	3.65	6.20
2016 年净利润（亿元）	89.16	4.06	93.22
总资产（亿元）	2679.82	910.85	3590.67
净资产（亿元）	1314.00	288.50	1602.50
总股本(亿股)	164.50	100.94	221.03

EPS (元/股)	0.54	0.04	0.42
ROE	6.79%	1.41%	5.82%
每股净资产 (元)	7.99	2.86	7.25
PE	11.44	90.75	14.70
PB	0.78	1.28	0.86

资料来源：公司财报、光大证券研究所

而合并后的新公司将拥有更大的体量、更强的竞争力，发展前景更被看好。公司承诺将在未来三年内逐步抹平合并带来摊薄效应，使公司各项财务指标恢复至合并前的水平，甚至更高。而事实上，2017 年 Q1，公司的单季度年化 PE 就已经到了 9 倍的水平，盈利水平和估值水平已经超过了合并前。

我们也非常看好，加入宝钢股份后，原武钢股份的钢铁业务盈利能力将有所改善，摊薄效应将逐渐降低。规模更大的宝钢股份，作为全国乃至全球钢铁航母重新启航，未来竞争力更强大。

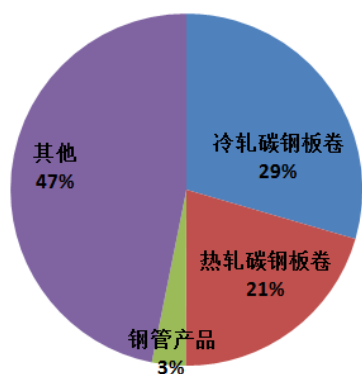
2.3、2017 年将创造协同效益 10 亿元，优势产品竞争力更强

宝武实现合并后，两者的协同效应目前被市场显著低估，新公司经营业绩和竞争力的提升。公司也在年报中表示，2017 年宝武协同效益预计超过 10 亿元。

首先，新宝钢股份的董监高合计 24 人，其中 18 位老宝钢、5 位老武钢、1 位老鞍钢，原宝钢人员高达 75%，有利于合并后管理制度一脉相承，稳定实现过渡。且宝武集团董事长马国强曾长期在原宝钢集团、原武钢集团任职，新公司在人事安排、管理方面极具优势，公司治理和协调效应有望超预期。原武钢股份的人员管理也有望继续得到优化。

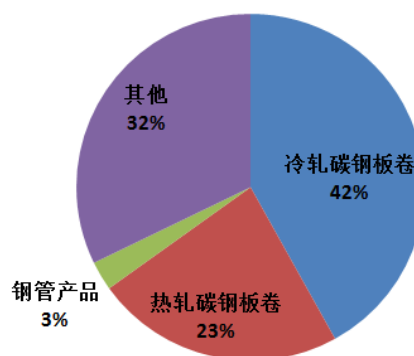
其次是产品方面，宝武合并将实现强强联合的效应。原宝钢股份和武钢股份的优势产品均是冷轧系钢材，我们推算两者合并后，冷轧系钢材产品将是新公司最重要的营业收入和毛利来源，占营业收入的 29%、毛利的 42%。

图 3：合并后宝钢股份营业收入占比 (2016)



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 4：合并后宝钢股份毛利占比 (2016)



资料来源：公司财报、光大证券研究所

在冷轧产品中，又以高端取向硅钢和汽车板最具优势，宝武合并后将占据全国高端取向硅钢产能的近 90%、高端汽车板的近 60%，因此合并之后，将会有利于产生协调效应甚至有利于涨价。

1 月 22 日宝武集团董事长马国强谈宝武融合时提到，钢铁主业部分主要钢种应集中统一销售慢慢过渡到一个品牌，多元产业则看谁发展得好就支持谁。我们预计，今后汽车板产品有可能统一以宝钢品牌销售、取向硅钢产品有可能统一以武钢品牌销售，有利于优势产品占据市场。

以汽车板为例，原武钢股份的汽车板价格显著低于原宝钢股份汽车板价格，而新宝钢股份的目标是逐步抹平两者的价格差异，通过人才、技术、资金的交流和扶持，提升武汉青山基地的产品竞争力，使武汉青山基地的汽车板价格逐渐达到宝山基地的价格水平，进而提升公司整理盈利能力。

以取向硅钢为例，当前取向硅钢价格已跌至底部，宝武合并后两者合并产量 90 万吨，占全国的产量近 90%，具备市场定价权。假设取向硅钢价格上涨 2000 元/吨，营收高达 18 亿元，扣除税收影响（25%企业所得税、17%增值税）后，可贡献净利润增长约 12 亿元，按 2016 年 11.37 倍 PE 计算可增厚市值 136 亿元，相比当前市值有 10% 的上涨空间。

图 5：取向硅钢价格已触底



资料来源：公司财报、光大证券研究所

合并也预计能有效解决湛江和防城港的竞争。因此，我们看好宝武合并将有助于提升公司中长期竞争力。

此外，原宝钢股份的非钢产业可圈可点，金融、信息化等产业有效补充了钢铁主业的盈利，并极具发展起立。马国强谈宝武融合时提到多元产业则看谁发展得好就支持谁。因此，我们看好新宝钢股份的多元化产业将得以继续发展壮大。

3、2017 年去产能加速有望继续推涨钢价，公司业绩有望再攀高峰

2017 年的钢铁行业主要看供给侧改革的进度。我们认为，钢铁行业去产能已经进入深水区，将取得实质性的进展。

2017 年上半年，中频炉产量清零的概率非常高，若此有望减少在产产量年化 4000 万吨以上；下半年则有望去在产的违规高炉，若此有望再减少在产产量年化 3000-4000 万吨以上。

二者合计 7000-8000 万吨，占全国粗钢产量的近 10%，这对改善全行业供求关系构成重大利好。

因此，钢铁板块在 2017 年受钢企产能影响，钢价有望有所支撑，而钢企盈利可观。而宝钢股份作为钢铁行业龙头，产品竞争力与经营管理水平都是行业最优之一，公司盈利水平有望伴随钢价高涨再攀高峰。

宝钢股份在年报中披露，2017 年公司将围绕“一体两翼、四地协同，改革创新谋发展；差异竞争、成本变革，绿色精益创佳绩”的经营总方针，坚定成本削减三年规划目标不动摇，努力实现“经营业绩保持国内第一，吨钢利润全球前三；成本削减超过 60 亿元；宝武协同效益超过 10 亿元；湛江钢铁全面盈利；正式员工劳动效率提升比例 6%以上”的经营总目标。

2017 年，宝钢股份计划产铁 4522 万吨（其中：武钢有限 1532 万吨）、产钢 4619 万吨（其中：武钢有限 1568 万吨）、销售商品坯材 4394 万吨（其中：武钢有限 1440 万吨）、营业总收入 3385 亿元、毛利 283 亿元。

4、公司估值水平偏低，合并后前景看好，维持买入评级

2017 年 Q1，宝钢股份单季度 ROE 为 9.2%，EPS 为 0.17 元/股，假设全年能保持该盈利水平，则 PE 仅为 9 倍。公司当前 PB 为 0.9 倍。公司盈利能力和财务指标在钢铁行业中属于卓越水平，公司作为行业龙头估值水平显著偏低。

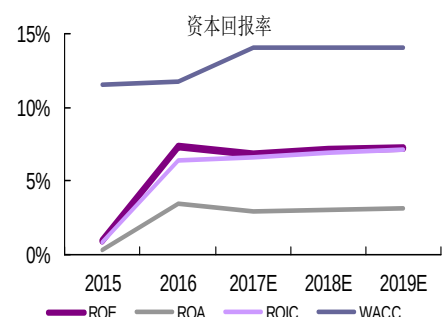
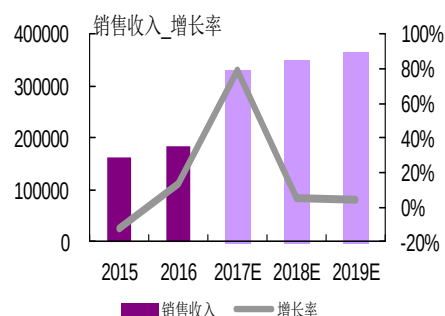
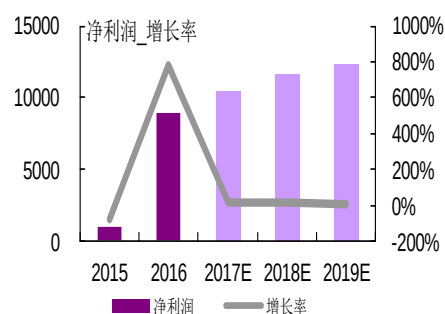
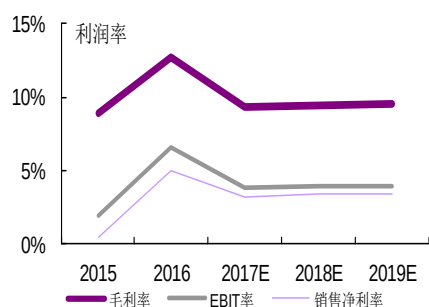
宝武合并后，公司体量更大、竞争力更强，优势产品价格有望进一步上涨，为公司带来可观利润和市值增厚。

鉴于公司短期内具有良好的盈利能力和增长预期，中长期具有宝武合并带来的竞争力提升，且估值水平显著偏低，我们维持“买入”评级。

我们预测，公司 2017~2019 年 EPS 为 0.47 元/股、0.63 元/股、0.56 元/度，给予 18 倍 PE 估值，6 个月目标价 8.46 元。

风险提示：

- 1、钢价波动风险；
- 2、宝武合并后协同效应不及预期风险；
- 3、公司经营不善风险等。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	163,790	185,459	332,854	351,114	366,936
营业成本	149,258	161,851	301,644	317,808	331,881
折旧和摊销	10,624	12,320	698	1,251	1,694
营业税费	466	523	940	991	1,036
销售费用	2,153	2,268	4,070	4,293	4,487
管理费用	7,287	7,588	13,619	14,366	15,013
财务费用	2,393	2,186	355	-147	-199
公允价值变动损益	6	103	0	0	0
投资收益	1,038	1,377	1,000	1,000	1,000
营业利润	1,850	11,595	13,228	14,803	15,718
利润总额	1,854	11,520	13,328	14,903	15,818
少数股东损益	-299	240	200	300	300
归属母公司净利润	1,012.87	8,965.51	10,449.89	11,608.55	12,339.76

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	234,123	267,983	372,318	392,234	410,821
流动资产	69,903	102,210	237,818	254,658	272,124
货币资金	7,817	10,477	26,121	28,410	33,249
交易型金融资产	873	1,123	1,123	1,123	1,123
应收账款	9,158	10,415	18,692	19,717	20,606
应收票据	8,193	10,217	18,338	19,344	20,215
其他应收款	1,057	1,748	3,138	3,310	3,459
存货	23,516	35,779	66,682	70,255	73,366
可供出售投资	10,924	13,120	13,120	13,120	13,120
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5,010	5,310	5,310	5,310	5,310
固定资产	91,068	118,102	128,120	135,765	141,124
无形资产	9,251	11,648	11,260	10,885	10,522
总负债	111,977	136,562	207,699	219,703	230,119
无息负债	66,799	94,280	193,171	205,175	215,591
有息负债	45,178	42,282	14,528	14,528	14,528
股东权益	122,146	131,421	164,619	172,530	180,701
股本	16,468	16,450	22,103	22,103	22,103
公积金	60,257	61,664	82,013	82,013	82,013
未分配利润	37,148	43,236	50,232	57,844	65,714
少数股东权益	9,343	10,155	10,355	10,655	10,955

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	21,177	16,373	19,986	13,221	14,180
净利润	1,013	8,966	10,450	11,609	12,340
折旧摊销	10,624	12,320	698	1,251	1,694
净营运资金增加	-16,428	3,212	28,704	3,497	3,033
其他	25,968	-8,125	-19,866	-3,135	-2,888
投资活动产生现金流	-21,676	-17,765	1,879	-7,000	-5,000
净资本支出	-23,934	-11,491	-10,000	-8,000	-6,000
长期投资变化	5,010	5,310	0	0	0
其他资产变化	-2,753	-11,584	11,879	1,000	1,000
融资活动现金流	-1,119	1,580	-6,221	-3,931	-4,341
股本变化	-4	-17	5,653	0	0
债务净变化	-6,705	-2,896	-27,754	0	0
无息负债变化	14,234	27,480	98,892	12,004	10,416
净现金流	-2,182	365	15,644	2,290	4,839

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-12.61%	13.23%	79.48%	5.49%	4.51%
净利润增长率	-82.51%	785.16%	16.56%	11.09%	6.30%
EBITDA/EBITDA 增长率	-24.09%	78.51%	-45.94%	12.24%	8.77%
EBIT/EBIT 增长率	-58.74%	290.19%	2.74%	8.53%	6.32%
估值指标					
PE	134	15	13	12	11
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	5	10	9	8
EV/EBIT	45	11	11	10	9
EV/NOPLAT	116	14	13	12	11
EV/Sales	1	1	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	8.87%	12.73%	9.38%	9.49%	9.55%
EBITDA 率	8.40%	13.25%	3.99%	4.25%	4.42%
EBIT 率	1.92%	6.60%	3.78%	3.89%	3.96%
税前净利润率	1.13%	6.21%	4.00%	4.24%	4.31%
税后净利润率 (归属母公司)	0.62%	4.83%	3.14%	3.31%	3.36%
ROA	0.30%	3.44%	2.86%	3.04%	3.08%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.90%	7.39%	6.77%	7.17%	7.27%
经营性 ROIC	0.80%	6.36%	6.62%	6.88%	7.13%
偿债能力					
流动比率	0.76	0.85	1.24	1.25	1.27
速动比率	0.50	0.55	0.89	0.90	0.93
归属母公司权益/有息债务	2.50	2.87	10.62	11.14	11.68
有形资产/有息债务	4.92	6.00	24.68	26.08	27.38
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.05	0.41	0.47	0.53	0.56
每股红利	0.04	0.16	0.18	0.20	0.21
每股经营现金流	0.96	0.74	0.90	0.60	0.64
每股自由现金流(FCFF)	0.26	0.38	-1.26	0.03	0.19
每股净资产	5.10	5.49	6.98	7.32	7.68
每股销售收入	7.41	8.39	15.06	15.89	16.60

资料来源：光大证券、上市公司

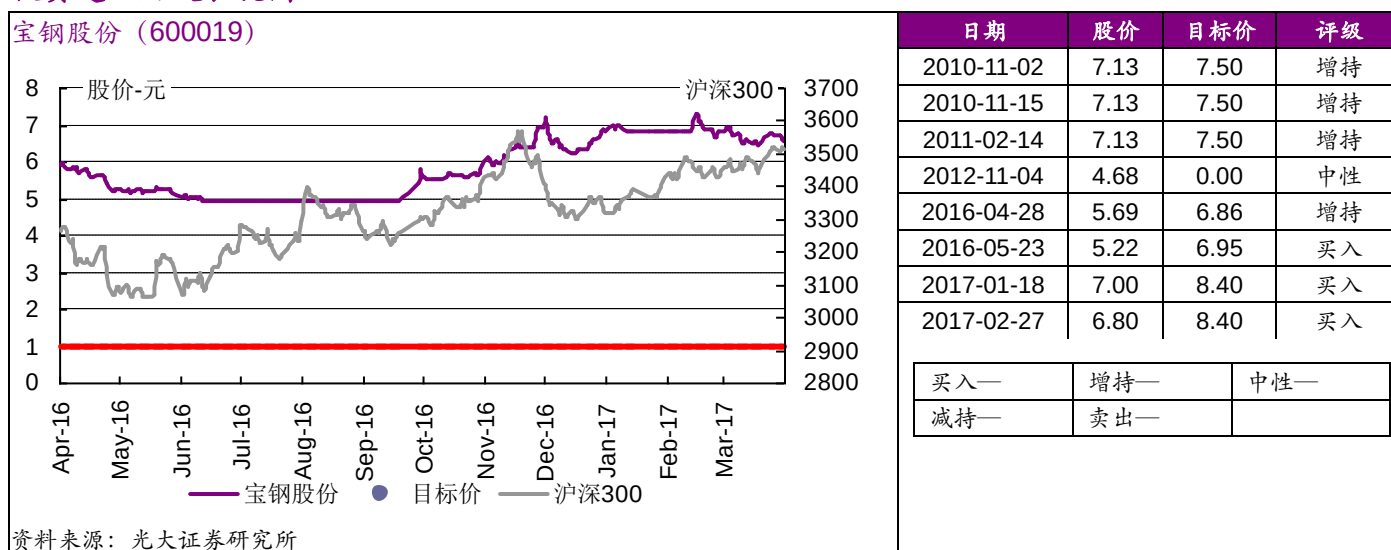
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

分析师介绍

王招华，光大证券钢铁+首席分析师，中国农业大学学士、北京大学 CCER 双学士，8 年钢铁证券研究经验，曾供职于天相投顾、国金证券、广发证券等机构，2015 年新财富钢铁行业第五名、水晶球钢铁行业第四名，2014 年新财富钢铁行业第二名（团队），2010 年新财富钢铁行业第一名（团队），对大宗商品电商及互联网物流领域研究有特长，熟悉公司：上海钢联、欧浦智网、宝钢股份、常宝股份、华菱钢铁、五矿发展、传化股份等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

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。

市场基准指数为沪深 300 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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

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，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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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的观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
北京	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com
国际业务				