

钢铁行业

2018-9-16

行业研究 | 点评报告

评级 **中性** 维持

再论宝钢低于 1 倍 PB 的好机遇

报告要点

我们在 7 月 9 日的《黎明之前——写在宝钢破净之际》中曾详细论述了对宝钢破净的看法。从 PB 与 ROE 的对应来看，宝钢破净所反映的是市场对未来极度悲观的一种表征。我们认为公司真实的基本面被估值端过度反应，本文将重点采用解疑答问的方式来回答几个市场当前担心的问题。

■ 若房地产投资增速下滑，公司盈利是否会大幅回落？

在地产严格调控的模式之下，市场普遍认为未来地产投资增速下滑几成定局，因此引发了市场对需求回落格局下公司盈利稳定性的担忧。从几个维度看，我们认为公司盈利的稳定性有保障，甚至未来几年仍有一定幅度的上行：

1、产品结构高端：与螺纹不同，公司产品以高端板材为主，可最大程度上规避地产投资链条的直接影响，波动相对较小。而且公司高端产品与下游用户之间的黏性合作以及高直供比例，都使得公司总体稳定性较好；

2、中游加工属性可传导部分压力，维持盈利韧性：中游冶炼加工的本性，使得钢价下跌之时可通过部分原料的价格回落来传递，盈利韧性相对需求的回落存在一定韧性；

3、内生恢复能力可抵消周期下行压力：湛江基地与青山基地，当前仍处在磨合过程中，随着未来盈利能力的合理恢复，公司具备一定抵消周期下行的能力，净利润仍有上行空间。

因此，简单总结来看，公司未来几年 ROE 仍有保障，处于稳步向上的趋势。

■ 股息率可大幅提高：当前静态 6%，未来具备较大提升空间

第二个值得重视的看点，在于供给侧改革的红利：1、改变周期的形态从倒 V 型切换为倒 L 型，拉长了行业盈利的持续性；2、减少资本开支，这意味着公司将具备充足的现金流。

公司当前分红政策为不低于归属母公司净利润的 50%，未来分红比例的提高或来自于两方面：1、随着湛江与武钢盈利能力的恢复，净利润本身仍有恢复空间；2、资本开支缩减与负债率低位，都使得公司未来具备大幅提升分红的潜力，当前静态约 6%（2017 年分红/最新市值）已经具备较大吸引力。

风险提示：

1. 行业供给弹性或存在大幅向上可能；
2. 需求释放强度受宏观层面压制。

分析师 王鹤涛

☎ (8621) 61118772

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师 赵超

☎ (8621) 61118772

✉ zhaochao1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070007

联系人 易袁

☎ (8621) 61118772

✉ yihong@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

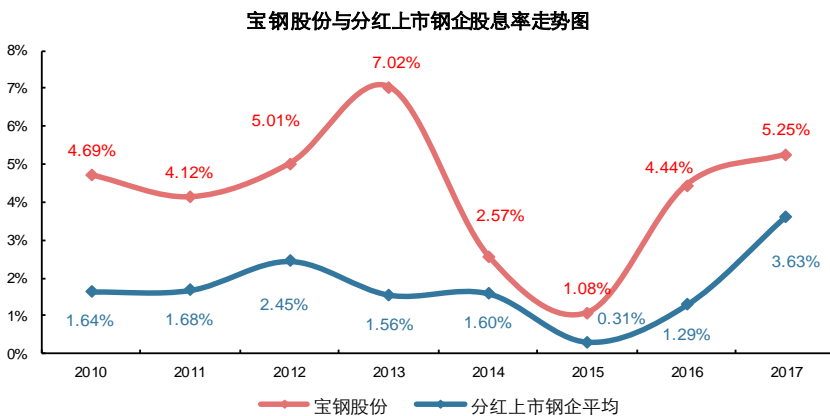
相关研究

《周期延误扁平化：赶工稳需求，限产压供给？》
2018-9-14

《模型显示钢铁性价比再次凸显》2018-9-9

《为什么越限产，产量越创新高？》2018-9-5

图 1：公司股息率明显高于行业平均水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

■ 换个角度看宝钢：不拘泥于周期，估值体系具备重构的基础

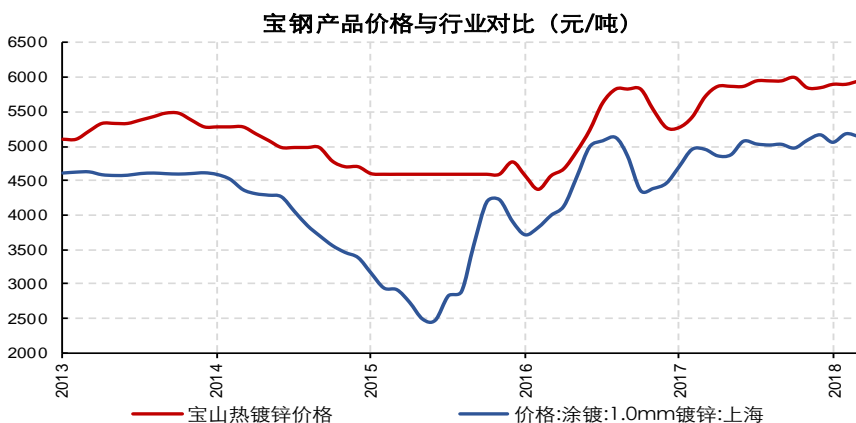
市场现在对宝钢最大的纠结，在于其周期属性，在需求下行的趋势中无法在估值上予以认可，但这一点恰恰是我们对宝钢股份最有别于市场不同的看法。

制造业本质上可分为两种：同质化的行业拼成本，非同质化的行业拼品牌。所以汽车板市场宝钢占据高端领域后，与下游用户之间的黏性与长期合作，使得其品牌的溢价与认可已经超出单纯加工制造的特点，这也是宝钢能够常年维持高比例直供的最大要素。

因此，我们有必要对公司重新定性：

- 1、不是单纯的周期品：宝钢股份是具备品牌与消费属性的周期龙头；
- 2、不是单纯的加工商：宝钢股份是供应链的综合一揽子服务商。

图 2：宝钢股份钢材产品价格明显高于行业水平，享有持续溢价



资料来源：Wind，长江证券研究所

估值的重构需要从上下两个维度来考量：

- 1、**向下探寻安全边际**：作为一个拥有“供给侧改革+环保”护城河的行业，先发优势使得行业内最优质的龙头资产，理论上具备重估与溢价的基础。1 倍 PB 以下的宝钢具备相对足够的安全边际，且自 2017 年以来 PB 处于 1 倍以下阶段的回撤空间相对有限；

2、向上摸索合理空间：1 倍 PB 对标的是合理 ROE 能够超过机会成本的理念。若简单以 8%-10%作为机会成本，当前宝钢 ROE 约 12%，经我们测算公司未来 ROE 有希望恢复至 15%以上，估值向上空间值得期待。

从投资的角度讲，任何一个行业或者公司都不会尽善尽美的好，也不会一无是处的坏。估值的艺术，体现的是有多少悲观预期已经被反映的性价比问题。在一个未来几年 ROE 大概率稳中向上且分红有希望持续提升的基础上，已经具备足够安全边际、回撤空间较小的机遇，往往都是可遇不可求的，左侧布局也是划算的。

因此，继续建议重点关注宝钢股份与宝武 EB。



投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。