



全年业绩符合预期 继续看好多 基地协同和差异化战略前景

——宝钢股份（600019）业绩预增公告点评

2019 年 01 月 22 日

强烈推荐/维持

宝钢股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
张清清	研究助理	执业证书编号：S1480118060015	
	zhangqq@dxzq.net.cn	010-66555445	

事件：

公司发布 2018 年度业绩预增公告，经财务部门初步测算，预计 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将增加 15 亿元到 23 亿元，同比增加 8%到 12%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期相比，将增加 18 亿元到 26 亿元，同比增加 10%到 14.5%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	72486.97	73100.98	77722.65	66187.19	67546.32	81176.05	76897.33
增长率（%）	50.51%	24.74%	11.93%	-5.87%	-6.80%	11.07%	-1.09%
毛利率（%）	13.93%	9.68%	13.25%	20.03%	16.35%	13.85%	16.64%
期间费用率（%）	5.39%	5.80%	2.27%	9.79%	5.55%	7.10%	2.11%
营业利润率（%）	7.57%	4.79%	7.88%	14.88%	10.36%	8.91%	9.88%
净利润（百万元）	4167.03	2572.06	5780.92	7883.13	5534.42	5366.72	6280.81
增长率（%）	165.29%	10.68%	151.01%	150.95%	32.81%	108.65%	08.65%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.11	0.25	0.34	0.23	0.22	0.26
资产负债率（%）	55.43%	54.47%	51.90%	50.18%	49.16%	49.89%	47.60%
净资产收益率（%）	2.53%	1.58%	3.47%	4.52%	3.08%	3.04%	3.43%
总资产收益率（%）	1.13%	0.72%	1.67%	2.25%	1.56%	1.53%	1.80%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

观点：

- 四季度单季净利润有韧性，有望较三季度持平。**公司 2017 年实现归母净利润 191.7 亿元，按业绩预增公告的 15 至 23 亿元的利润增幅，则 2018 年去年归母净利润为 206.7 亿元至 214.7 亿元。公司 2018 年前三季度分别实现归母净利润 50.21 亿元、49.88 亿元和 57.38 亿元，**第四季度归母净利润的上限为 57.23 亿元，较 2017 年第四季度 75.02 同比减少 23.7%，环比持平；**下限为 49.23 亿元，同比减少 34.4%，环

比减少 14.23%。四季度利润体现了公司经营业绩的韧性，超出市场预期。

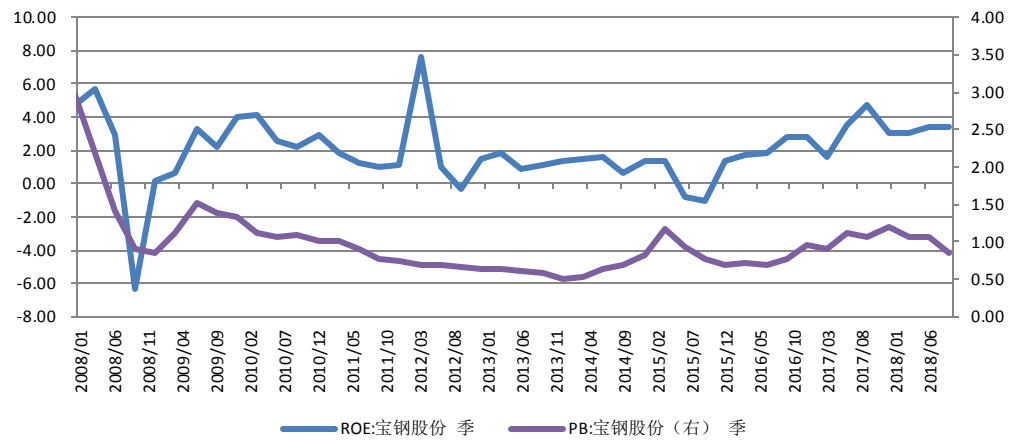
- **公司核心战略产品价格坚挺, 2019 年 1 季度价格触底反弹。**四季度业绩韧性主要是**公司推行差异化战略, 高端产品定价强势**, 并未受市场主流产品价格大幅下跌的影响。根据公司公布的主要产品月度调价策略看到, 公司热轧、酸洗和厚板等产品 10-11 月份价格仍然是环比提高, 直到 12 月份开始价格才有所下调, 环比三季度的价格分别降低 100 元/吨、80 元/吨和 150 元/吨。公司核心战略产品冷轧、硅钢环比三季度有升有降, 其中普冷板、镀锌板环比三季度分别降低 50 元/吨、100 元/吨, 无取向硅钢环比持平, **而彩涂板、镀铝锌和取向硅钢分别环比三季度上升 300~400 元/吨、150 元/吨和 500 元/吨**。此外, 从公司公布的 2019 年 2-3 月调价策略看, **3 月份公司主要的产品价格将止跌回升, 迎来向上的拐点**。
- **湛江持续提质增效, 宝武协同潜力巨大。**湛江基地冷轧产线全线贯通将优化产品结构, **冷轧和镀层板产品占比的持续提高, 同时产线和产品步入高端市场的认证大概率完成**, 预计 2019 年公司在华南地区汽车板、家电用钢等高端领域的供给将进一步增强, **湛江冷轧产品的定价和毛利率有望继续提升, 盈利水平进一步向宝山基地看齐**。**宝武信息化整合工作继续按节点计划展开, 制造管理系统一期初步具备上线条件, 为青山基地全流程的降本增效奠定基础**, 2019 年将拉开青山基地降本增效的序幕, 有望为公司未来三年带来可观的利润贡献。
- **公司全年利润创历史新高, 价值明显被低估。**2018 年公司全年利润创历史新高, 根据 PB/ROE 模型来看, 目前公司的盈利能力处于近 10 年较高水平, 根据业绩预告今年 4 季度预计仍处在 **50% 分位处**, 而四季度平均 PB 仅为 **0.86**, 处于近十年中 **36% 分位处**, **公司价值明显被低估**。尽管 2019 年钢铁行业利润大概率下行, 但根据我们模型推测, 公司有望保持 2018 年利润水平, 仍然处于 50% 分位值, 对应的 PB 至少在 1 以上, 即便按当前 PB 值 0.92 计算, 公司估值仍有 10% 的修复空间。**随着湛江基地高端产品供应能力释放和宝武协同效应逐步显现, 未来公司盈利能力将持续增长, 对应的 PB 修复空间更大**。
- **预计全年经营活动现金流大幅增加。**2018 年 1-3 季度经营应得现金 319.6 亿元; 存货资金占用减少流量 35.7 亿元、经营性应收应付项目资金占用增加现金流 83.6 亿元, 累计实现经营活动现金净流入 367.5 亿元, 较去年同期增加 236.2 亿元, 增幅 179.9%。剔除财务公司影响, 2018 年 1-3 季度公司经营活动产生的现金净流量 381.2 亿元, 较去年同期经营活动产生的现金净流量 168.1 亿元相比增加 213.0 亿元, 增加主要来源是净利润增加和经营性营收项目下降增加的流量。预计 2018 年全年经营活动现金流大幅度增加。
- **盈利预测与投资评级:** 我们看到, **(1) 发改委近期表态将出台刺激汽车、家电消费政策, 汽车板、家电板等产品需求有望边际改善, 同时伴随着公司高强和超高强汽车板的推广, 公司产品定价和毛利率有望维持; (2) 中石油近期明确表示继续加大上游资本开支以保能源安全, 公司管材产品产销两旺将延续; (3) 国家大力推进超高压输变电项目, 电工钢产品技术和市场占有率绝对领先, 价格和利润空间有望持续提高; (4) 湛江基地产品结构优化, 高端产品供给能力持续提高, 盈利能力将向宝山基地看齐; (5) 宝武协同即将发挥更大降本增效力度, 盈利能力将逐步释放**。预计公司 2018 年-2020 年实现营业收入分别为 3058.7 亿元、2982.9 亿元和 2979.2 亿元; 归母净利润分别为 212.33 亿元、216.15 亿元和 230.26 亿元; EPS 分别为 0.95 元、0.97 元和 1.03 元, 对应 PE 分别为 7.4X、7.3X 和 6.8X, 维持“强烈推荐”评级。

表 1: 宝钢股份产品调价一览

产品		19 年 3 月	19 年 2 月	19 年 1 月	18 年 12 月	18 年 11 月	18 年 10 月
厚板	碳钢	+50	0	-300	-200	0	+50
	不锈钢	-	-	含税-500	0	0	0
热轧		+50	0	-300	-200	0	+100
酸洗		+50	0	-200	-180	0	+100
普冷		+50	0	-200	-150	0	宝山、青山、东山: CQ 级及非汽车用钢基价 上调 150 元/吨 , 其它基价 上调 100 元/吨 。梅山: 基价 上调 150 元/吨 。搪瓷钢、双层焊管基价 上调 150 元/吨 , 超高强钢基价 上调 100 元/吨 , 电池钢、电磁纯铁系列产品基价不变。
热镀锌		-	-	-300	-200	0	1、宝山、青山、东山: CQ 级及非汽车用钢、S 系列结构钢、酸洗基板热镀锌基价 上调 150 元/吨 , 其它基价不变。2、梅山: 基价 上调 150 元/吨 。3、季度定价产品 (在三季度基础上): 超高强钢基价不变。
电镀锌		+50	0	-300	-200	0	1、CQ 级及非汽车用钢基价 上调 100 元/吨 , 其它基价不变。2、季度定价产品 (在三季度基础上): 超高强钢基价不变。
镀铝锌		+50	0	-300	+50		+100
彩涂		-	-	0	宝山基价 上调 150 元/吨 , 青山价格 上调 250 元/吨 。		+150
无取向电工钢		+50	0	-300	高效、高牌号: -150 ; 中低牌号: 宝山 -150 , 青山 -70 , 东山 -100	0	中低牌号基价 上调 100 元/吨 , 50WH1300/50WW600-HD 基价 上调 110 元/吨 , 65W530 基价 上调 210 元/吨 , 其它基价不变。
取向电工钢		0	0	+300	0	宝山 B30P095 上调 200 元/吨 ; 宝山、青山 100 及以下牌号 上调 200 元/吨 ; 其它不变。	含税+300

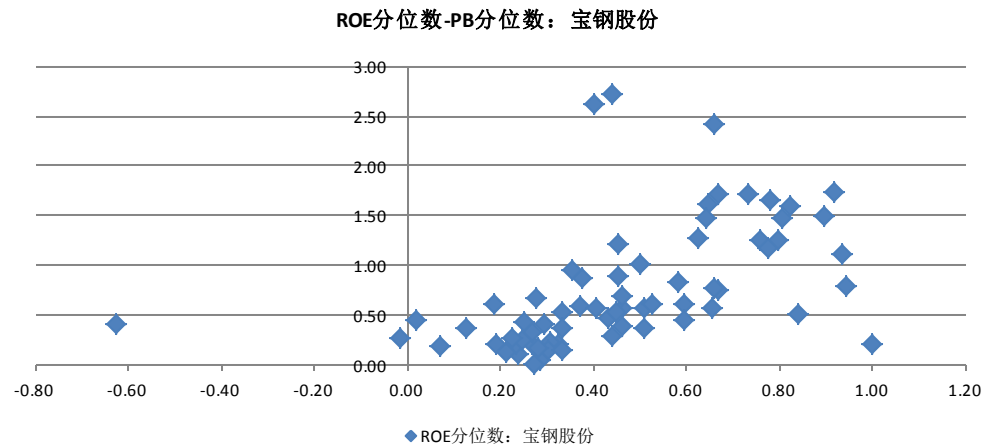
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 1: 宝钢股份单季 ROE 和 PB 情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2: 宝钢股份 ROE 分位数-PB 分位数趋势性



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

风险提示:

供给侧改革不及预期; 下游需求不及预期。

公司盈利预测表

资产负	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合	102210	133293	148950	149433	148138	营业收入	185710	289498	305873	298294	297919				
货币资金	10477	17857	16897	17236	17350	营业成本	161851	248425	258585	251337	249894				
应收账款	10415	12079	15661	14816	14161	营业税金及附	523	1880	1988	1939	1936				
其他应收款	1748	2701	2854	2783	2780	营业费用	2268	3366	3670	3580	3575				
预付款项	7800	8018	10604	13118	15617	管理费用	7588	9632	10186	9933	9921				
存货	35779	39488	46336	46850	43693	财务费用	2186	3370	3459	3194	2546				
其他流动资	19661	15374	17012	15875	15819	资产减值损失	981	1125	1198	1101	1141				
非流动资产	165773	216942	222832	226743	228508	公允价值变动	103	-184	-184	-184	-184				
长期股权投	5310	17286	18500	18800	19000	投资净收益	1377	3042	2200	2200	2200				
固定资产	118102	154222	170658	175044	177923	营业利润	11595	24924	28804	29226	30923				
无形资产	11648	12384	11146	9907	8669	营业外收入	439	275	300	280	260				
其他非流动	1830	969	1000	980	970	营业外支出	515	1164	1000	900	800				
资产总计	267983	350235	371782	376176	376646	利润总额	11520	24035	28104	28606	30383				
流动负债合	119890	163207	171432	163729	151485	所得税	2315	3632	5621	5721	6077				
短期借款	27754	60282	60466	51277	38842	净利润	11520	20403	22483	22885	24306				
应付账款	26211	29156	35926	34719	32722	少数股东损益	240	1233	1250	1270	1280				
预收款项	21745	23745	26804	29787	32766	归属母公司净	8966	19170	21233	21615	23026				
一年内到期	155	20407	19000	18000	17500	EBITDA	190912	283710	45039	46273	47828				
非流动负债	16672	12556	12421	12441	12362	EPS (元)	0.55	0.86	0.95	0.97	1.03				
长期借款	296	413	533	653	773	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
应付债券	14077	8553	8300	8200	8000										
负债合计	136562	175762	183853	176170	163847	成长能力									
少数股东权	10155	10040	11290	12560	13840	营业收入增长	13.16%	55.89%	5.66%	-2.48%	-0.13%				
实收资本	16450	22268	22268	22268	22268	营业利润增长	526.62%	114.95%	15.56%	1.47%	5.81%				
资本公积	33769	48715	49592	49592	49592	归属于母公司	10.76%	1.80%	10.76%	1.80%	6.53%				
未分配利润	43236	64570	41214	17437	-7892	获利能力									
归属母公司	121266	164433	176821	187628	199142	毛利率(%)	12.85%	14.19%	15.46%	15.74%	16.12%				
负债和所有	267983	350235	371782	376176	376646	净利率(%)	6.20%	7.05%	7.35%	7.67%	8.16%				
现金流						总资产净利润	2.94%	3.35%	5.47%	5.71%	5.75%				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	7.39%	11.66%	12.01%	11.52%	11.56%				
经营活动现	16373	33077	31199	41426	42490	偿债能力									
净利润	11520	20403	22483	22885	24306	资产负债率(%)	51%	50%	49%	47%	44%				
折旧摊销	177130	255415	12777	13853	14359	流动比率	0.85	0.82	0.87	0.91	0.98				
财务费用	2186	3370	3459	3194	2546	速动比率	0.55	0.57	0.60	0.63	0.69				
应收账款减	0	0	-3582	845	655	营运能力									
预收帐款增	0	0	3059	2983	2979	总资产周转率	0.74	0.94	0.85	0.80	0.79				
投资活动现	-17765	-11724	-17772	-16904	-15304	应收账款周转	19	26	22	20	21				
公允价值变	103	-184	-184	-184	-184	应付账款周转	7.80	10.46	9.40	8.44	8.83				
长期股权投	0	0	-498	-777	-121	每股指标 (元)									
投资收益	1377	3042	2200	2200	2200	每股收益(最新	0.55	0.86	0.95	0.97	1.03				
筹资活动现	1580	-14382	-14387	-24184	-27072	每股净现金流	0.01	0.31	-0.04	0.02	0.01				
应付债券增	0	0	-253	-100	-200	每股净资产(最	7.37	7.38	7.94	8.43	8.94				
长期借款增	0	0	120	120	120	估值比率									
普通股增加	-17	5818	0	0	0	P/E	13.51	8.64	7.79	7.65	7.19				
资本公积增	29	14945	878	0	0	P/B	1.01	1.01	0.94	0.88	0.83				
现金净增加	188	6972	-960	338	114	EV/EBITDA	0.81	0.84	5.26	4.89	4.46				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018 年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018 年 5 月加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。