

# 19H1 业绩下滑符合预期，武钢有限负债表夯实

## 宝钢股份 (600019)

### 2019 年半年报发布

2019 年 H1 公司实现收入 1408.76 亿元，归母净利润 61.87 亿元，经营净现金流 94.37 亿元；同比分别下降 5.16%、38.19% 和 51.53%。2019 年 H1 公司完成铁产量 2,282.7 万吨，钢产量 2,428.6 万吨，商品坯材销量 2,335.2 万吨；同比分别增长 0.27%、1.38% 和 0.39%。公司的产量基本达产稳产，在湛江 3 号高炉 2021 年 7 月建成投产之前，预计产销量大体稳定，产品结构方面可能会有适度优化，但整体不会有大的变化。

### 19H1 业绩下滑基本符合预期

2019 年 H1 归母净利润同比下滑 38.19%，高于上市公司钢铁板块整体 36.47% 下滑幅度，但好于板材子板块整体 41.40% 的下滑幅度。公司业绩下滑基本符合预期。

我们认为公司业绩下滑主要是 4 个方面的原因所致。一是自 2018 年 11 月以来，钢铁行业景气度大体保持下行趋势。19Q2 钢价虽然环比 19Q1 有所反弹，但和 18Q2 相比，综合钢价仍低于 18Q2。

二是 18Q3 到 19Q2，钢价呈现长强板弱格局。特别是 19Q2 热卷均价较 18Q2 均价低了约 240 元/吨；而螺纹均价则高了约 70 元/吨。

#### 预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万)	305,204.9	290,522.6	290,688.0	301,565.2
营业收入增长率	5.4%	-4.8%	0.1%	3.7%
EBITDA (百万)	58,169.6	39,264.8	41,464.9	43,681.9
EBITDA 增长率	26.0%	-32.5%	5.6%	5.3%
净利润 (百万)	21,565.2	12,094.9	12,973.7	13,775.8
净利润增长率	12.5%	-43.9%	7.3%	6.2%
ROE	12.2%	6.6%	6.8%	7.0%
EPS (元)	0.97	0.54	0.58	0.62
P/E	6.3	11.3	10.5	9.9
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.7	3.3	3.0	2.3

维持

增持

秦源

qinyuanzgs@csc.com.cn

13917768805

执业证书编号：S1440519060001

发布日期：2019 年 09 月 16 日

当前股价：6.14 元

目标价格 6 个月：8.1 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	4.24/-4.19	-5.1/-7.94	-7.7/-20.61
12 月最高/最低价 (元)			8.02/5.74
总股本 (万股)			2,227,446.04
流通 A 股 (万股)			2,210,108.69
总市值 (亿元)			1,367.65
流通市值 (亿元)			1,357.01
近 3 月日均成交量 (万)			2,715.82
主要股东			
中国宝武钢铁集团有限公司			50.73%

#### 股价表现

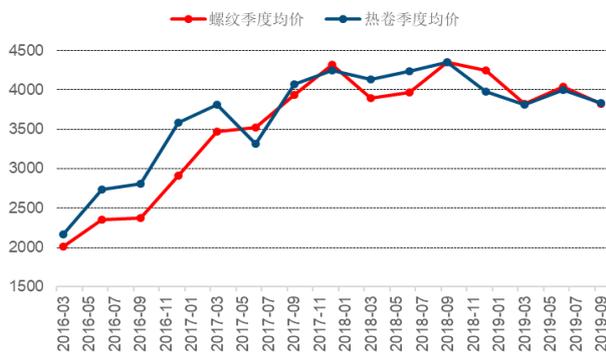


#### 相关研究报告

19.01.20	宝钢股份(600019):18 年盈利超 200 亿, Q4 盈利好于预期
18.10.30	宝钢股份(600019):18Q3 盈利环比改善, 盈利预测实现概率增大
18.09.03	宝钢股份: 喜中有忧, 忧中有潜 20180903

三是 19H1 铁矿石价格大幅上涨。2019 年前 7 个月，铁矿石月均价逐月上涨。2018 年 12 月，铁矿石月均价 69.2 美元/吨，2019 年 7 月已涨至 120.02 美元/月，涨幅达 73.44%。2019 年上半年铁矿石的大幅上涨，大幅侵蚀了钢铁行业的盈利。由于公司铁矿石结算期滞后，预计铁矿石对公司盈利的影响在 2019Q3 会有更显著的影响。

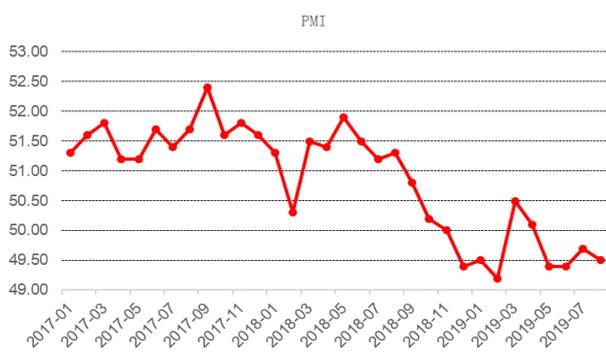
四是公司拳头产品汽车板遭遇了汽车销量大幅下滑。自 2018 年 7 月以来，汽车产量已连续 14 个月同比下滑。2019 年上半年汽车销量同比下降 14.2%。从更广泛的宏观经济来看，自 2018 年年中以来，制造业持续下行对宝钢这类的板材钢企持续构成压制。

**图表1： 螺纹热卷季度均价**


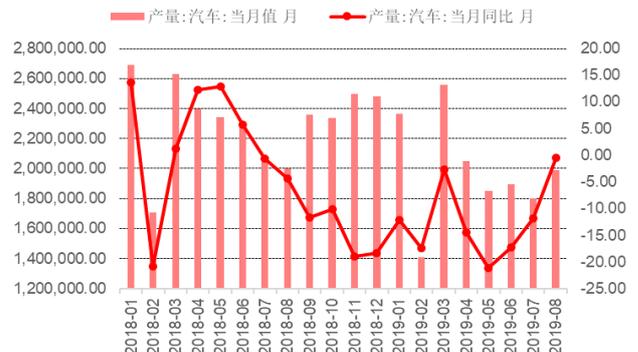
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

**图表2： 铁矿石月均价**


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

**图表3： PMI**


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

**图表4： 汽车产量**


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

## 武钢有限资产负债表夯实

2019 年 6 月 30 日，公司总资产 3396.80 亿元，负债率 45.81%。较 2017 年的 3502.35 亿元和 50.18%，总资产和负债率双双下降，呈现“瘦体健身”之象。

2017 年公司完成对原武钢股份，现武钢有限的吸收合并。武钢有限成为公司仅次于公司上海本部的第二大

生产基地。2017H1 武钢有限总资产和负债率分别为 893.7 亿和 68.69%，2019H1 已分别下降至 659 亿和 52.67%。2 年时间内武钢有限总资产下降了 234.7 亿，净资产增加 32.1 亿。52.67%的负债率已处于较为稳健的水平。

武钢有限在被合并的钢材总资产约 1737 万吨，2015 年的粗钢和钢材产量分别为 1539.6 万吨和 1434.0 万吨。合并后，公司虽经历了钢铁去产能和相关资产剥离，但总产能仍是 1000 万吨级以上的规模。我们认为将其 659 亿的资产规模和其产能产量规模进行匹配，资产质量已夯实许多，进一步通过资产规模下降来夯实资产质量的空间较小。原武钢股份资产规模和负债率双双偏高的问题已基本解决，武钢有限资产端的短板已基本补齐。

**图表5： 宝钢股份总资产及负债率**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表6： 武钢有限总资产及负债率**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表7： 武钢有限主要财务数据**

	净利润 (亿元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	资产负债率
2019H1	5.7	659	311.9	52.67%
2018 年	18.3	687.3	310.6	54.81%
2018H1	8.6	756.8	302.1	60.08%
2017 年	5.9	851.5	292.6	65.64%
2017H1	-7.8	893.7	279.8	68.69%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表8： 2019H1 主要子公司的财务指标**

	净利润 (亿元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	资产负债率	持股比例
武钢有限	5.7	659	311.9	52.67%	100%
湛江钢铁	10	588.2	254.1	56.80%	90%
梅山钢铁	2.9	266.2	143	46.28%	77%
宝钢国际	12.2	530.9	177.5	66.57%	100%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 盈利预测及投资建议

宝钢股份是上市钢企的国家队，也是宝武集团的核心钢铁资产；也是国内产能产量规模最大，产品整体档次最高和技术研发实力最强的碳钢板材生产企业。上海宝山、武汉青山、湛江东山和南京梅山 4 大基地均处于华东、华中和华南等制造业发达地区。汽车用钢、电工钢、能源与管线用钢、高等级薄板、镀锡板、高等级厚板产品等六大战略产品集群均是行业内的领头羊。

公司经营获现能力强大，分红率长期稳定在 50% 上方。2019H1 盈利同比下滑 38.19% 基本符合预期。汽车产量下降带来的汽车板需求下降，以及汽车板供给端竞争加剧，导致公司拳头产品汽车板盈利能力下降是重要原因。2019H1 武钢有限的总资产和负债率分别为 659 亿和 52.67%，标志着原武钢股份资产规模和负债率双双偏高的问题已基本解决，武钢有限资产端的短板已基本补齐。宝钢股份的防御性增强。

在 2021 年 7 月湛江 3 号高炉投产之前，预计公司产能产量基本保持稳定，仅有产品结构方面的小幅调整。我们预计公司 2019 年到 2021 年分别有望实现收入 2905 亿、2907 亿和 3016 亿。考虑到公司产品有着较高的进入壁垒，汽车板的冲击已显现继续大幅下降的空间已不大，公司未来有望从原料成本下降中受益。不过由于公司铁矿石结算滞后，高价铁矿石预计对 19Q3 盈利会有更明显的影响。预计公司 2019 年到 2021 年分别有望实现归母净利润 120.95 亿、129.74 亿和 137.76 亿，对应的每股 EPS 分别为 0.54 元，0.58 元和 0.62 元。维持增持评级，按 19 年 15 倍 PE 估值，目标价 8.1 元。

## 风险提示

经济超预期下滑导致钢材需求大幅下降，汽车行业低迷程度超预期影响汽车板价格和溢价，铁矿石、焦煤焦炭及废钢等原料价格持续超预期上涨。

## 分析师介绍

**秦源:** 上海财经大学产业经济学博士, 对大宗商品定价机制和金融化有着深入的研究。博士毕业后先后就职于宝钢集团规划部、安信证券研究所和兴业银行旗下的研究公司从事钢铁有色行业研究, 18 年 4 月加入中信建投研究所任钢铁有色分析师。16 年元旦发布全市场第一篇供给侧改革深度报告。15 年底预测钢铁行业会好转, 16 年下半年提示银行钢铁有色信用债的机会, 17 年下半年提示银行既要关注钢铁有色行业资产端业务也要关注负债端业务。18 年 10 月成功提示供给侧改革红利拐点已至, 19 年 5 月成功提示黄金上涨机会。擅长将经济周期、产业周期和行业基本面相结合对钢铁有色(黄金)的股债商品进行分析。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
XU SHUFENG 0755-23953843  
xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859