

推进降本增效，期待京唐二期支撑长期业绩弹性

——首钢股份(000959.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

◆首钢股份发布2019年三季度报，归母净利润同比下降42%。

公司2019年1-9月实现营业收入503亿元，同比增长3.8%，主要是由于京唐二期项目产量逐步增长；实现归母净利润12.36亿元，同比下降42.2%，主要是由于钢铁行业景气度下行；经营净现金流34.96亿元，同比下降61%；ROE为4.72%；资产负债率为72.1%，较年初下降1个百分点。

◆铁矿成本上涨拖累毛利率，降本增效显现效果。

公司2019年1-9月毛利率为10.72%，同比下降3.41pct，主要是由于铁矿石原材料等成本提升，钢材盈利水平有所下降；期间费用率为6.42%，同比下降0.33pct，其中财务费用下降1.85亿元，降本增效显现效果；投资收益2.74亿元，同比增长0.54亿元；所得税率13.4%，同比提升2pct。

◆2019Q3单季归母净利润同比下降67%。

2019Q3单季度公司实现营业收入175.05亿元，同比增长3.5%，环比增长0.6%；归母净利润2.34亿元，同比下降67.3%，环比下降67.8%。2019年三季度公司铁矿石成本上涨显著，影响了利润水平。

◆京唐二期有望提供未来产能和盈利弹性。

公司持有京唐钢铁51%股权，京唐二期一步项目计划钢产能510万吨，约占公司当前钢产量30%，目前产量正在逐步增长，未来有望为公司提供产量和盈利增长弹性。

◆维持“增持”评级。

公司2019Q3盈利下滑，我们预计钢铁行业景气度下降，因此调低公司2019-2021年预计EPS分别为0.31元、0.35元、0.37元。京唐二期逐步投产，有望提供长期产量和盈利增长弹性，我们维持公司“增持”评级。

◆风险提示：钢铁行业供给量过多或需求不振拖累钢价及钢材盈利；铁矿石成本上涨过快；公司京唐二期项目投产进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	60,250	65,777	64,055	73,066	76,380
营业收入增长率	43.97%	9.17%	-2.62%	14.07%	4.54%
净利润(百万元)	2,211	2,404	1,617	1,858	1,960
净利润增长率	451.33%	8.73%	-32.71%	14.87%	5.52%
EPS(元)	0.42	0.45	0.31	0.35	0.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.37%	9.48%	6.00%	6.45%	6.37%
P/E	8	8	11	10	9
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月1日

增持(维持)

分析师

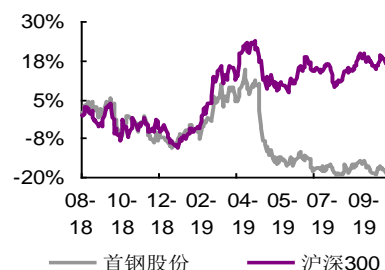
王凯 (执业证书编号：S0930518010004)
021-52523811
wangk@ebcn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-52523811
wangzh@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：52.89
总市值(亿元)：185.13
一年最低/最高(元)：3.28/4.77
近3月换手率：6.14%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.19	-2.67	-39.90
绝对	4.81	0.38	-14.58

资料来源：Wind

相关研报

Q2净利环比增长165%，增幅显著高于行业平均水平——首钢股份(000959.SZ) 2019年半年报点评

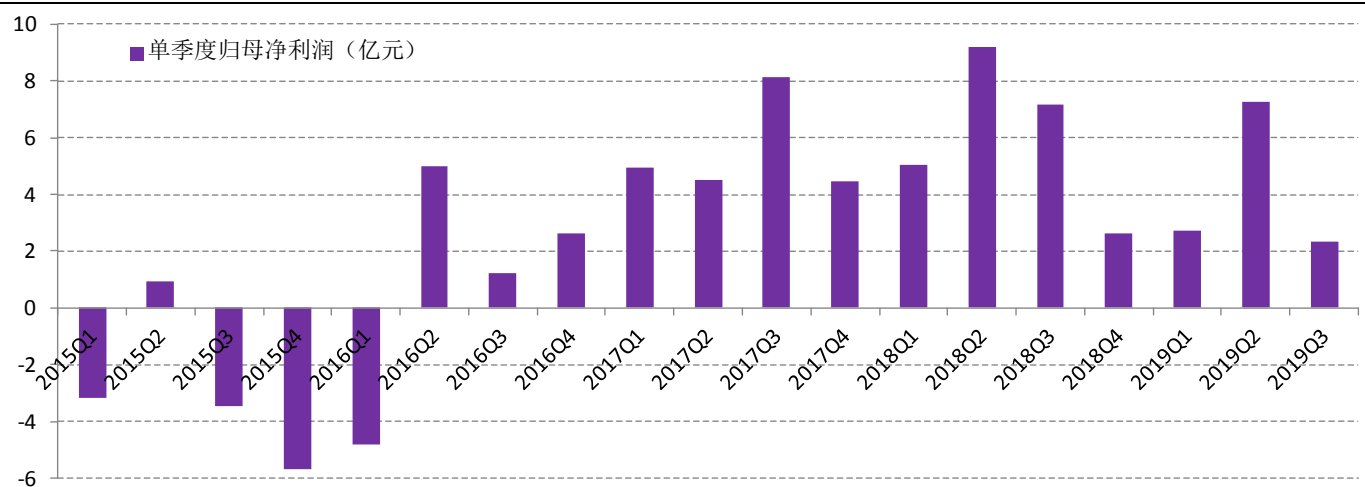
.....2019-07-25

表 1：首钢股份年度财务数据

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 前三季
营业收入 (亿元)	240	178	419	603	658	503
营业成本 (亿元)	223	176	370	523	572	449
毛利 (亿元)	17.31	2.36	48.44	79.34	85.32	53.92
毛利率	7.22%	1.32%	11.58%	13.17%	12.97%	10.72%
销售费用 (亿元)	6.72	6.12	9.62	12.62	12.19	9.40
财务费用 (亿元)	4.85	4.67	18.44	20.17	22.98	15.51
管理费用 (亿元)	7.02	7.03	10.06	9.60	9.77	6.11
研发费用 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	3.95	1.27
期间费用率	7.75%	9.99%	9.11%	7.04%	7.43%	6.42%
投资收益 (亿元)	1.00	2.24	2.81	4.27	2.75	2.74
利润总额 (亿元)	-0.96	-16.09	6.00	33.45	31.59	19.19
所得税率	70.3%	8.2%	21.4%	7.1%	-5.5%	13.4%
净利润 (亿元)	-0.29	-14.76	4.72	31.07	33.31	16.62
少数股东收益	-0.91	-3.40	0.71	8.97	9.28	4.26
归母净利润 (亿元)	0.63	-11.37	4.01	22.11	24.04	12.36
净利润率	0.26%	-6.37%	0.96%	3.67%	3.65%	2.46%
经营净现金流 (亿元)	31.06	7.52	78.61	93.34	124.59	34.96
ROE	0.41%	-4.85%	1.68%	8.70%	9.29%	4.72%
折旧 (亿元)	20.52	21.93	48.16	50.47	57.36	0.00
存货 (亿元)	41.84	36.03	59.34	50.08	51.93	67.41
存货/销售收入	17.44%	20.19%	14.18%	8.31%	7.89%	13.40%
员工总数 (人)	10937	9685	16979	15970	17862	17862
资产负债率	61.16%	65.45%	73.60%	72.78%	73.08%	72.10%
流动比率	22.82%	16.88%	26.51%	33.99%	31.76%	37.30%

资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 1：首钢股份单季度归母净利润

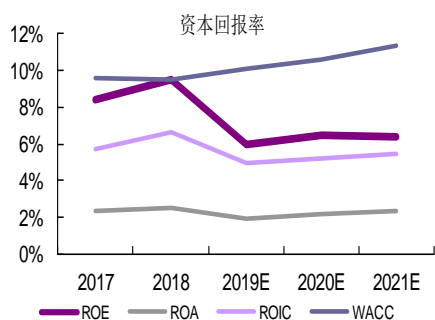
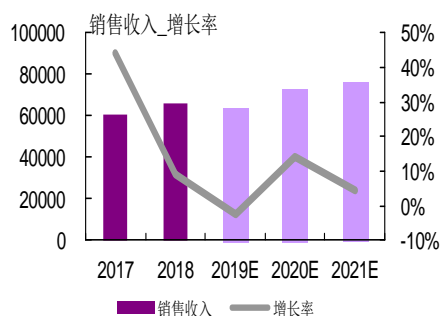
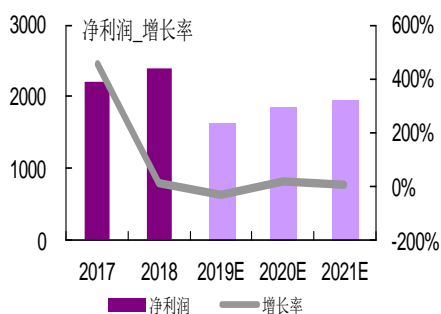
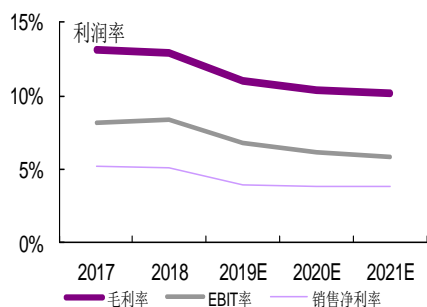


资料来源：公司财报、光大证券研究所

表 2：首钢股份单季度财务数据

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入 (亿元)	146.12	169.24	169.19	173.21	153.88	173.96	175.05
毛利 (亿元)	19.54	25.12	23.84	16.82	16.85	21.28	15.80
毛利率	13.37%	14.84%	14.09%	9.71%	10.95%	12.23%	9.02%
销售费用 (亿元)	2.84	2.88	2.79	3.67	3.12	3.46	2.81
管理费用 (亿元)	2.48	2.22	2.36	2.95	2.04	2.14	1.93
财务费用 (亿元)	5.78	6.00	5.58	5.62	5.33	5.06	5.13
研发费用 (亿元)	0.00	0.00	0.10	3.61	0.33	0.58	0.36
期间费用率	7.60%	6.56%	6.40%	9.15%	7.03%	6.46%	5.84%
利润总额 (亿元)	6.74	13.88	12.21	-1.24	4.46	10.52	4.20
归母净利润 (亿元)	5.05	9.20	7.16	2.63	2.74	7.28	2.34
净利率	3.45%	5.44%	4.23%	1.52%	1.78%	4.18%	1.34%
经营净现金流 (亿元)	15.22	43.76	31.28	34.34	11.30	-0.03	23.69
存货 (亿元)	57.63	55.68	57.12	51.93	55.14	60.80	67.41
期末净资产 (亿元)	373.76	371.47	369.43	363.73	371.60	389.92	395.09
单季度 ROE	1.35%	2.48%	1.94%	0.72%	0.74%	1.87%	0.59%
资产负债率	72.52%	72.98%	72.94%	73.08%	72.14%	72.11%	72.10%

资料来源：公司财报、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	60,250	65,777	64,055	73,066	76,380
营业成本	52,316	57,244	57,016	65,478	68,634
折旧和摊销	5,123	5,813	6,226	6,600	6,908
营业税费	550	599	584	666	696
销售费用	1,262	1,219	1,187	1,354	1,415
管理费用	960	977	951	1,085	1,134
财务费用	2,017	2,298	1,941	1,758	1,580
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	427	275	300	300	300
营业利润	3,349	3,144	2,678	3,019	3,218
利润总额	3,345	3,159	2,678	3,019	3,218
少数股东损益	897	928	900	950	1,000
归属母公司净利润	2,211	2,404	1,617	1,858	1,960

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	134,159	135,106	130,375	129,417	125,854
流动资产	20,593	21,943	21,438	25,079	26,425
货币资金	3,801	4,841	4,714	5,378	5,621
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,321	870	847	967	1,010
应收票据	6,944	7,877	7,671	8,750	9,147
其他应收款	41	40	39	44	46
存货	5,008	5,193	5,171	5,960	6,255
可供出售投资	8,740	3,863	3,863	3,863	3,863
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,671	2,879	2,879	2,879	2,879
固定资产	86,218	81,726	82,494	81,632	79,521
无形资产	2,658	2,581	2,495	2,412	2,332
总负债	97,642	98,734	91,485	87,719	81,196
无息负债	42,887	40,583	40,920	42,875	43,616
有息负债	54,754	58,151	50,566	44,844	37,580
股东权益	36,517	36,373	38,890	41,698	44,658
股本	5,289	5,289	5,289	5,289	5,289
公积金	21,640	21,779	21,941	22,127	22,323
未分配利润	-5,524	-3,261	-1,805	-133	1,631
少数股东权益	10,097	11,025	11,925	12,875	13,875

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	9,334	12,459	10,578	12,568	11,792
净利润	2,211	2,404	1,617	1,858	1,960
折旧摊销	5,123	5,813	6,226	6,600	6,908
净营运资金增加	1,765	-459	-321	-1,040	-399
其他	234	4,702	3,056	5,150	3,322
投资活动产生现金流	-5,107	-9,641	-1,700	-1,700	-1,700
净资本支出	-5,039	-9,746	-2,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	2,671	2,879	0	0	0
其他资产变化	-2,738	-2,773	300	300	300
融资活动现金流	-2,525	-2,396	-9,005	-10,205	-9,848
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-344	3,396	-7,585	-5,721	-7,265
无息负债变化	4,360	-2,304	337	1,955	742
净现金流	1,701	422	-127	663	244

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	43.97%	9.17%	-2.62%	14.07%	4.54%
净利润增长率	451.33%	8.73%	-32.71%	14.87%	5.52%
EBITDA 增长率	43.61%	12.77%	-7.04%	5.05%	2.98%
EBIT 增长率	133.96%	12.06%	-21.91%	3.66%	0.48%
估值指标					
PE	8	8	11	10	9
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	7	7	6	6
EV/EBIT	15	15	17	16	14
EV/NOPLAT	16	14	18	17	15
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	13.17%	12.97%	10.99%	10.39%	10.14%
EBITDA 率	16.70%	17.25%	16.46%	15.16%	14.93%
EBIT 率	8.19%	8.41%	6.74%	6.13%	5.89%
税前净利润率	5.55%	4.80%	4.18%	4.13%	4.21%
税后净利润率 (归属母公司)	3.67%	3.65%	2.53%	2.54%	2.57%
ROA	2.32%	2.47%	1.93%	2.17%	2.35%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.37%	9.48%	6.00%	6.45%	6.37%
经营性 ROIC	5.70%	6.64%	4.91%	5.22%	5.48%
偿债能力					
流动比率	0.34	0.32	0.36	0.45	0.54
速动比率	0.26	0.24	0.27	0.34	0.41
归属母公司权益/有息债务	0.48	0.44	0.53	0.64	0.82
有形资产/有息债务	2.40	2.28	2.53	2.83	3.28
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.42	0.45	0.31	0.35	0.37
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.76	2.36	2.00	2.38	2.23
每股自由现金流(FCFF)	0.59	0.48	1.63	1.85	1.79
每股净资产	4.99	4.79	5.10	5.45	5.82
每股销售收入	11.39	12.44	12.11	13.81	14.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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，本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且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议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，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼