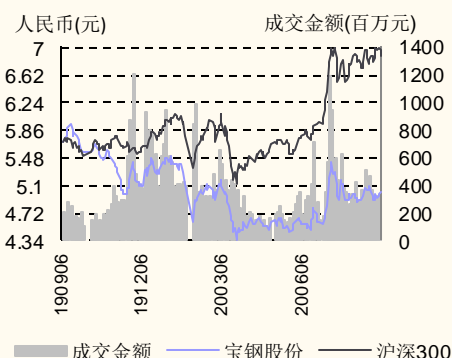


市场价格 (人民币): 5.01 元

目标价格 (人民币): 5.30 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	222.71
已上市流通 A 股(亿股)	221.56
总市值(亿元)	1,115.79
年内股价最高最低(元)	5.08/4.87
沪深 300 指数	4770
上证指数	3355



成交金额 宝钢股份 沪深300

国内钢铁业龙头，受益板材需求恢复

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	305,186	292,037	267,000	282,250	283,496
营业收入增长率	5.43%	-4.31%	-8.57%	5.71%	0.44%
归母净利润(百万元)	21,565	12,423	8,429	9,377	10,010
归母净利润增长率	12.49%	-42.39%	-32.15%	11.24%	6.75%
摊薄每股收益(元)	0.968	0.558	0.378	0.421	0.449
每股经营性现金流净额	2.05	1.32	1.18	1.38	1.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.20%	6.98%	4.38%	4.74%	4.91%
P/E	6.71	10.29	13.24	11.90	11.15
P/B	0.82	0.72	0.58	0.56	0.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中国钢铁业绝对龙头。**公司以板材为主要产品，粗钢产能超 4630 万吨，为国内第一。疫情后公司二季度业绩稳步回升，上半年归母净利润同比下降 36.9%，好于行业平均降幅。整体上半年利润总额达到 58.1 亿元，保持行业第一，同时也是今年上半年业绩全球第一，彰显钢铁业绝对龙头地位。
- **不可复制的竞争优势。**独有供应链粘性+高技术壁垒：1) 宝武合并后龙头产品市占率高企（高端汽车板 60%、取向硅钢 85%、家电板 60%、镀锡板 50%），定价权极强。2) 汽车板产品全产业链的配套深加工与定制化服务，增强客户粘性，竞争优势明显。3) 取向硅钢是“钢铁工艺皇冠上的明珠”，技术瓶颈高，研发周期长，护城河高。
- **板材盈利触底回升，公司优势产品有望受益。**
 - ✓ 预计 2020 年行业盈利同比下降 18%-27%，行业内区位优势显著、管理优异的公司同比或远超过行业平均水平，小部分公司有望实现业绩同比持平或小幅增长。
 - ✓ 疫情影响下 Q1 板材吨钢利润阶段性出现亏损，而主要下游汽车、家电疫情后需求释放良好，近期板材盈利回升显著。根据我们测算的吨钢利润，热轧、冷轧 Q3 以来吨钢毛利分别较 Q2 环比提升 130 元/吨、190 元/吨，幅度达到 42%、268%。
 - ✓ 从公司收入结构看，冷热轧板材占主导地位，冷轧板材为利润贡献最大来源，销售占比达 40%，且贡献约 40%的毛利，具有较大的弹性。
- **未来潜在增量在湛江与梅钢。**湛江项三高炉建设项目，预计将在 2021 年投产，长期为公司带来新的利润增量。梅钢计划用十年时间（到 2028 年底），钢铁冶炼产能逐步迁出南京市，拟建 2000 万吨新工厂，实现梅钢区域转型升级。

盈利预测&投资建议

- 预计 20-22 年实现归母净利润 84.29 亿元、93.77 亿元、100.10 亿元，对应 PE 分别为 13.2 倍、11.9 倍、11.2 倍。参考可比公司，给 20 年 14X 估值，目标价 5.3 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险

- 板材盈利回升不确定性；汽车、家电需求不达预期；钢铁产能释放超预期。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gzq.com.cn

内容目录

一、中国钢铁工业绝对龙头	4
1.1 公司概况	4
1.2 核心产品及产能、产线分布	4
1.3 经营业绩跟随行业波动	5
二、板材盈利触底回升，优势产品有望贡献弹性	6
2.1 下半年板材盈利有望触底回升	6
2.2 核心优势产品高端冷轧板与取向硅钢	8
三、未来潜在增量在湛江与梅钢	13
3.1 湛江项目贡献增量：调结构+放量	13
3.2 梅钢搬迁盐城，拟建 2000 万吨新工厂	15
四、盈利预测与投资建议	16
五、风险提示	18

图表目录

图表 1：宝钢股份发展历程	4
图表 2：公司股权结构	4
图表 3：宝钢四大基地产线产能分布（万吨）	5
图表 4：公司收入结构占比	5
图表 5：公司毛利结构占比	5
图表 6：公司近五年营收变化趋势	6
图表 7：公司近五年净利润变化趋势	6
图表 8：钢铁供需平衡表	6
图表 9：钢价及铁矿石价格（元/吨）	7
图表 10：毛利测算（元/吨）	7
图表 11：汽车用钢结构占比	8
图表 12：家电用钢结构占比	8
图表 13：宝钢致力于汽车绿色环保轻量化创新	8
图表 14：汽车用先进高强钢家族	8
图表 15：武钢产线具体情况	9
图表 16：国内汽车板/冷轧板竞争格局	9
图表 17：国内汽车板主要生产企业分布	10
图表 18：宝钢股份 EVI 路线图	10
图表 19：宝钢及武钢硅钢产能	11
图表 20：国内主要企业硅钢产能（万吨）	11
图表 21：取向硅钢生产加工工艺对比	12
图表 22：湛江钢铁股权结构	13
图表 23：湛江钢铁产业链分布	14

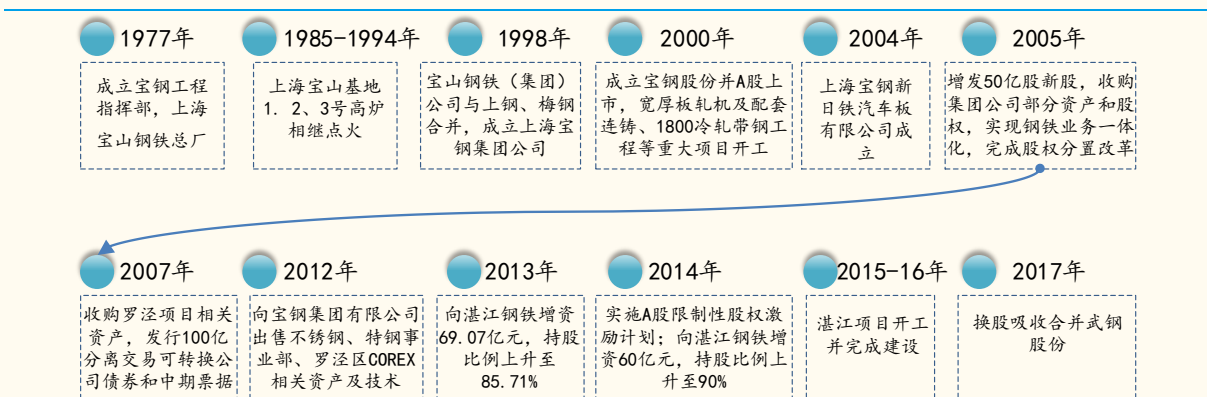
图表 24: 湛江项目辐射广泛.....	14
图表 25: 湛江项目投建进程.....	14
图表 26: 湛江项目各产线产品及产能.....	14
图表 27: 湛江三高炉系统建设项目产能置换方案公示.....	15
图表 28: 宝钢梅山基地.....	16
图表 29: 梅钢地理区位优势, 水陆交通便利.....	16
图表 30: 盈利预测.....	17
图表 31: 可比公司估值比较 (市盈率法)	18

一、中国钢铁工业绝对龙头

1.1 公司概况

- 宝钢股份是全球领先的现代化钢铁联合企业，是《财富》世界 500 强中国宝武钢铁集团有限公司的核心企业。
- ✓ 1977 年宝钢总厂成立，宝钢诞生；1998 年公司进行第一次并购，与上钢、梅钢合并，并成立宝钢集团；2000 年宝钢股份有限公司成立并上市；2004 年宝钢新日铁汽车板公司成立，奠定其汽车板地位；2012 年向集团公司出售剥离不锈钢等资产，集中优势产品的生产与销售。从 2013-2016 年筹划建设湛江钢铁及新建项目，完成产能扩张。2017 年换股合并武钢股份，高端冷轧板、硅钢等产品优势进一步放大。

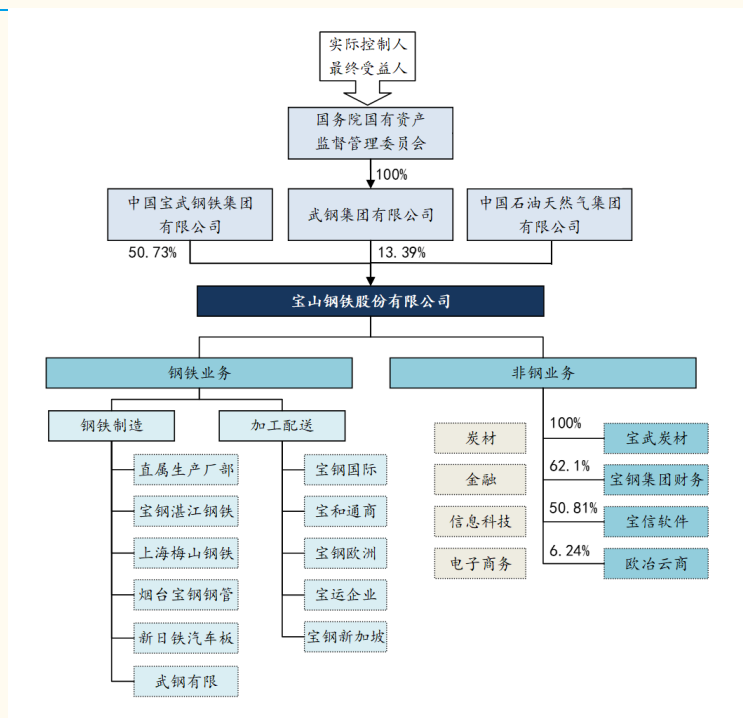
图表 1：宝钢股份发展历程



来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司实际控制人为国务院国有资产委员会，为我国钢铁业的核心资产。

图表 2：公司股权结构



来源：wind、国金证券研究所

1.2 核心产品及产能、产线分布

- 公司粗钢产能合计 4631 万吨，产品主要为板材，且以冷轧驱动。
 - ✓ 公司四大生产基地均以板材生产为主，分别位于上海、广东（湛江）、南京、武汉，市场辐射国内华东、华南以及国外东南亚地区；其中上海基地、湛江基地、梅钢基地为宝钢原有生产基地，湛江基地于 2016 年 9 月投产、2017 年 9 月达产；武汉青山基地为原武钢生产基地。
 - ✓ 产能以冷轧板材为主，其中热轧板合计约 3740 万吨，冷轧板合计约 1700 万吨，同时四大基地产能均包含冷轧热轧板材产能。
- 其中，优势产品包括汽车板、硅钢等市占率都在 50% 以上，取向硅钢市占率更达到 80%。

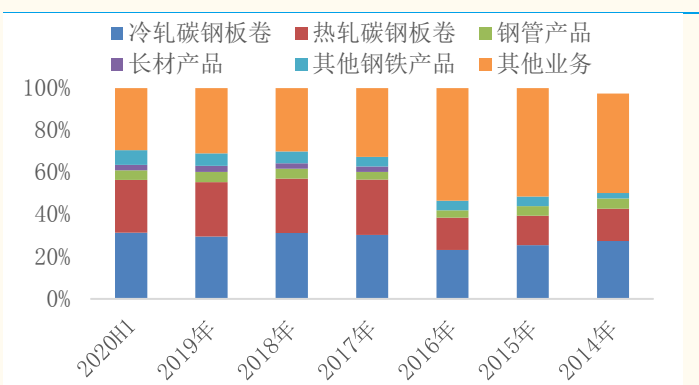
图表 3：宝钢四大基地产线产能分布（万吨）

	冷轧板	热轧板	钢管	镀锡板	中厚板	硅钢
上海基地	683	1230	160	40	180	取向硅钢 30 万吨， 无取向硅钢 100 万吨
湛江基地	375	550		20	160	
梅钢基地	85	580				
青山基地 (原武钢)	555	1380			100	取向硅钢 60 万吨， 无取向硅钢 148 万吨

来源：公司公告、国金证券研究所

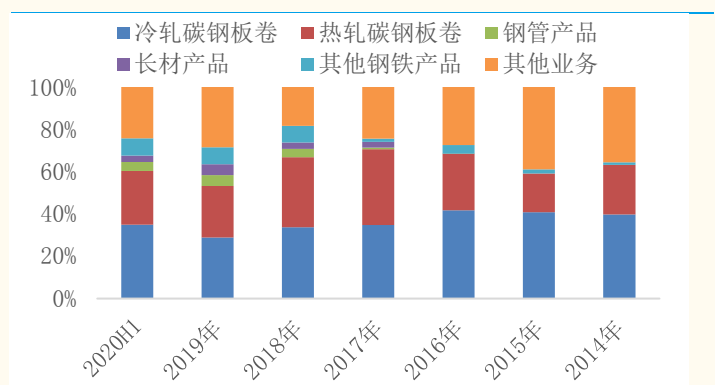
- 从公司收入结构看，冷轧热轧板材占主导地位。宝钢钢铁产品收入贡献占比近 70%，贡献毛利超过 70%，净利润近 90%，其余不到 10% 的净利润由化工、电商等其他业务板块贡献。钢铁产品中又以板材产品为主，板材产品贡献毛利超过 60%。
- 从历史数据看，冷轧板材为利润贡献最大来源。冷轧板卷销售占比虽在 40% 左右，但其同时也贡献约 40% 的毛利，从吨钢毛利也可以看出冷轧产品比热轧产品高出约 60%。因此，冷轧产品对公司而言，具有较大的弹性。

图表 4：公司收入结构占比



来源：wind、国金证券研究所

图表 5：公司毛利结构占比

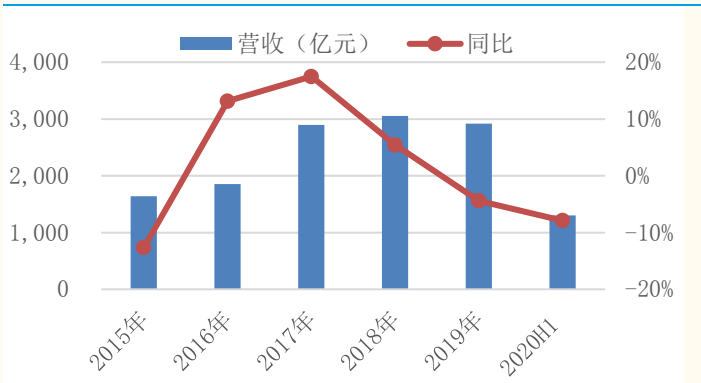


来源：wind、国金证券研究所

1.3 经营业绩跟随行业波动

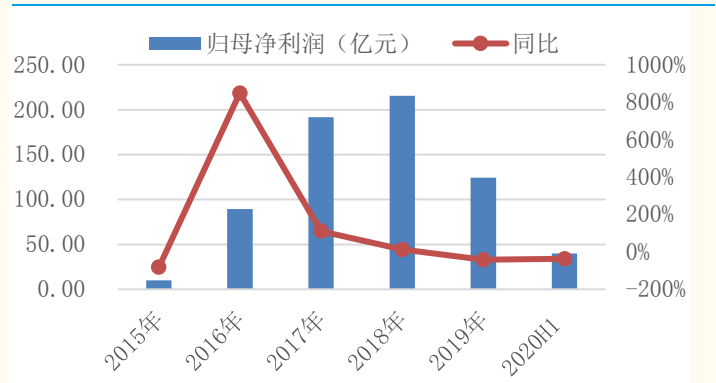
- 受供给侧改革以及兼并武钢影响，公司营收增速从 2016 年开始逐步抬升，利润规模也逐年提升，到 2018 年达到近年来最好水平。2019 年开始，行业利润逐步回归正常化，公司业绩同比降幅较大。
- 截至 2020 年上半年，受到新冠疫情影响，上半年中钢协钢材价格综合指数 100.98，同比下降 7.8%；同期普氏 62% 铁矿石指数 91.1 美元，同比基本持平，钢铁产品购销差价同比收窄。公司上半年实现营收 1301 亿元，同比下降 7.89%，完成年度预算的 48.1%；实现归母净利润 40.02 亿元，同比下降 36.86%；其中，Q2 单季净利润环比增加 11.6 亿元，增幅 50%。

图表 6：公司近五年营收变化趋势



来源：wind、国金证券研究所

图表 7：公司近五年净利润变化趋势



来源：wind、国金证券研究所

二、板材盈利触底回升，优势产品有望贡献弹性

2.1 下半年板材盈利有望触底回升

- 我们预计 2020 年行业盈利同比下降 18%-27%，行业内区位优势显著、管理优异的公司同比或远超过行业平均水平，小部分公司有望实现业绩同比持平或小幅增长。同时，受到疫情影响，全年钢价及盈利走势将呈现前低后高态势。
- ✓ 根据我们 2020 年度钢铁行业策略报告，预计 2020 年钢铁行业供需端继续双增，需求增长 1.3%，供给增长 3.2%（产能增长 6.5%，实际产量增长 3.3%），对应产能利用率下降 1.9 个百分点至 90.1%，产能利用率仍旧维持高位。

图表 8：钢铁供需平衡表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018	2019	2020E
国内需求 (万吨)	77,957	79,455	83,158	85,885	89,251	90,507
YOY	-4.2%	1.9%	4.7%	3.3%	3.9%	1.4%
外部需求 (万吨)	9,559	9,416	6,779	6,955	6,538	6,538
YOY	21.1%	-1.5%	-28.0%	2.6%	-6.0%	0.0%
总需求 (万吨)	87,516	88,871	89,937	92,840	95,789	97,045
YOY	-2.0%	1.5%	1.2%	3.2%	3.2%	1.3%
库存变化 (万吨)	-1,816	-79	-515	-340	100	100
YOY	-686.9%	-95.6%	548.7%	-34.1%	129.4%	0.0%
粗钢总产量 (考虑表外) (万吨)	85,700	88,791	89,421	92,500	95,689	96,945
YOY	-4.3%	3.6%	0.7%	3.4%	3.4%	1.3%
粗钢有效产能 (亿吨, 考虑表外, 年内均值)	11.57	10.83	10.04	9.94	10.41	10.76
产能利用率 (考虑表外)	74.1%	82.0%	89.1%	93.1%	91.9%	90.1%

来源：国金钢铁、国金证券研究所

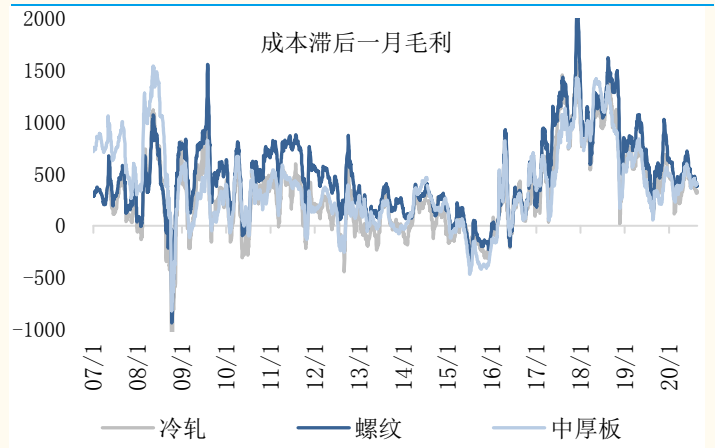
- ✓ 预测 2020 年钢铁行业钢价、成本整体小幅下降，对应利润下滑但仍处于历史平均水平以上。具体来看：预计 2020 年五大品种钢价均值为 3717 元/吨，同比下降 7.5%；2020 年铁矿石、焦炭、废钢同比分别-12.5%、-5.2%、3.2%，对应钢坯完全成本下降 5.9%。2019 年平均吨钢毛利 550 元左右，预计 2020 年五大品种吨钢毛利润为 400-450 元/吨，同比下降 18%-27%。

图表 9: 钢价及铁矿石价格 (元/吨)



来源: mysteel、国金证券研究所

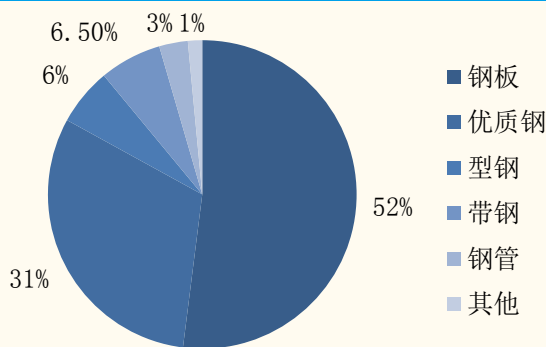
图表 10: 毛利测算 (元/吨)



来源: mysteel、国金证券研究所

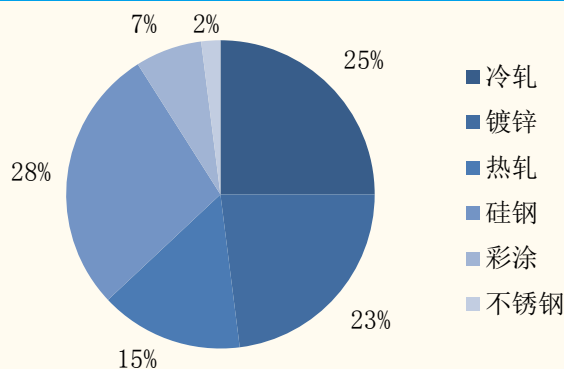
- 受到疫情影响, 一季度板材吨钢利润阶段性出现亏损情况。而随着国内疫情防控的有效开展, 二季度经济景气持续恢复, 各行业运营状况不断改善, 促进了汽车、家电市场的需求释放。
- 下半年乘用车市场销售回暖显著。
 - ✓ 2020年1-7月, 全国狭义乘用车累计批发销量930.5万辆, 同比下降18.8%。7月全国狭义乘用车产量168.9万辆, 同比增长13.3%, 其中轿车产量80.4万辆, 同比增长8.2%; SUV产量79.2万辆, 同比增长19.1%; MPV产量9.2万辆, 同比增长11.9%。
 - ✓ 7月乘用车市场零售达到159.7万辆, 同比去年7月增长7.7%, 实现了自2018年5月以来的最强正增长。20年1-7月的全国乘用车市场累计零售930.9万辆, 零售同比累计下降18.5%, 较1-6月累计增速提升4个百分点。
 - ✓ 7月环比6月的零售下降3.7%, 较2011-2019年的历年平均7月环比增速下降7%的正常水平, 高出4个百分点, 呈现淡季不淡的消费走强态势。
- 家电受益于地产后周期, 空调产销两旺, 厨电需求回暖明显。
 - ✓ 根据产业在线数据, 6-7月家用空调产量皆实现20%以上的同比增长, 其中7月增幅相比6月小有提升。7月家用空调总销量同比增长近15%, 其中内销和出口分别同比增长约11%和25%。
 - ✓ 根据奥维云网监测, 7月油烟机及灶具线上销售额分别同比增长17%和33%, 线下销售额同比降幅分别收窄至-6%和-9%, 相较于前期明显改善。
- 随着汽车、家电需求的回暖, 相关板材类企业订单有望在下半年持续回升, 盈利也有望一改上半年颓势。

图表 11：汽车用钢结构占比



来源：产业信息网、国金证券研究所

图表 12：家电用钢结构占比



来源：产业信息网、国金证券研究所

2.2 核心优势产品高端冷轧板与取向硅钢

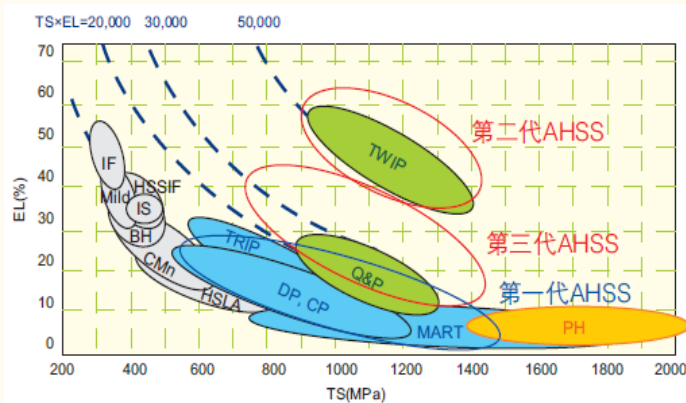
- **汽车板拥有核心竞争力。** 宝钢冷轧板中 60%为汽车板，40%为家电板。汽车板一直是宝钢股份的战略产品，多年保持汽车板市场第一的位置。
- 宝钢目前在直属厂部拥有 2030mm、1550mm 和 1800mm 三条冷轧生产线生产汽车板；湛江钢铁基地于 2016 年和 2017 年分别新增 2030mm 和 1550mm 生产线，可用于生产汽车板的产能总共约 1110 万吨。其中 2003 年，宝钢与新日本制铁株式会社、阿赛洛签 1800mm 冷轧合资合同。
- 2004 年，宝钢新日铁汽车板有限公司成立，该公司位于直属厂部，设计生产规模年产量约 170 万吨（2015 年实际产能 240 万吨），其中冷轧钢板 90 万吨，热镀锌钢板 80 万吨。
- **汽车板技术基础牢固。** 宝钢早于 1988 年就开始汽车板生产，至今其汽车板品种已经满足了轿车各种零部件的基本需求，同时也形成了汽车板研发和应用实验室，多种技术国内领先、国际先进。如宝钢汽车用钢基于客户需求提升，研发超轻型白车身（BCB），这种汽车用钢多为高强钢，可以使车身重量下降 20-30%。
- BCB 用材涵盖了宝钢第一代、第二代和第三代汽车用钢，包括最新开发的 QP1180、MS1500、TWIP950 等新材料，其高强钢应用比例达 77.5%，其中先进高强钢占比高达 42.3%。迄今为止，宝钢已开发出多种镀层和普冷的先进高强钢。

图表 13：宝钢致力于汽车绿色环保轻量化创新



来源：中国金属学会电工钢分会、国金证券研究所

图表 14：汽车用先进高强钢家族



来源：中国金属学会电工钢分会、国金证券研究所

- 合并武钢后，市占率进一步提升

- ✓ 武钢在汽车板领域市占率仅次于宝钢，2015 年武钢汽车板的实际生产能力已经超过 300 万吨，2016 年 3 月武钢防城港 2030 冷轧项目投入生产，设计产能约 220 万吨，产品定位于高档汽车板、家电板。武钢的可用于汽车板生产的产能达到 775 万吨。其产品市场份额达到 19%。

图表 15: 武钢产线具体情况

公司	机组	年产能	投产时间	冷轧	热轧酸洗	热镀锌	电镀锌	彩涂	镀锡	生产品种
武钢	1700	185	1976	106	22	19		6	10	汽车、家电
	2180	220	2006	65		105	30	20		汽车、家电
武钢防城港	1550	110	2009	80		35				汽车、家电
	2030	210	2015							汽车、家电
	合计	725		251	22	159	30	26	10	

来源：公司公告、国金证券研究所

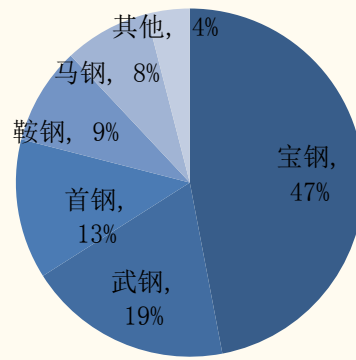
- ✓ 宝武合并后，宝钢汽车板市场份额上升至 70%，龙头地位进一步提升。原宝钢股份在汽车板市场就拥有 50% 的市场份额，吸收武钢股份之后市占率进一步上升至 70%，在汽车板市场处于领先。

图表 16: 国内汽车板/冷轧板竞争格局

钢铁企业	钢厂分支	机组类型	设计规格 (mm)	投产年份	设计产能
宝钢	宝日汽车板	1800 mm 酸轧轧机联合机组	0.3-3×800-1730	2005	170
		1550mm 冷轧机组	0.3-3×800-1730	2005	70
	宝山	2030 mm 五机架四辊全连续机组	0.3-3.5×850-1850	1988	150
		1420 mm 四辊五机架酸洗轧机联合机组	0.18-0.8×700-1200	1997	76
		2030 mm 五机架连轧机组	0.45-2.3×900-2100	2016	220
武钢	湛江	1550 mm 五机架连轧机组	0.2-2×600-1250	2016	68
		1550mm	0.3-2.0×700-1400	2009	110
		1700mm	0.3-3.0×800-1550	1976	185
武钢	武钢	2180mm 冷连轧组	0.3-2.5×900-2080	2006	220
		2030mm		2015	120
		2130mm 冷连轧机组 CDCM	0.35-3.5×700-1800	2006	90
鞍钢	鞍钢天铁	1780mm 五机架 6 辊酸轧机组	0.18-2.5×1000-1600	2007	70
		1850	0.25-2.5×800-1850	2005	70
首钢	首钢顺义	2230	0.4-2.5×1000-2080	2007	90
		1720	0.3-2.5×900-1575	2005	183
马钢	马钢	2130	0.25-2.5×800-2000	2007	225
		2150mm 连退机组	0.5-2.5-1000-2150	2016	190
本钢	本钢浦项	1970mm 五机架 UCM 酸轧联合机组	0.23-3×700-1500	2007	130
		4 机架 6 辊	0.3-2.3×800-1880	2011	183
华菱	华菱涟钢		0.3-2.5×950-1570	2014	100
			0.4-2.5*900-1850	2014	100
攀钢	攀钢集团成都板材	1450mm 单机架可逆机组	0.25-2.5×750-1250	2007	40
		2030mm 五机架六辊轧机酸轧联合机组	0.3-2.5×850-1850	2014	170
重钢	重钢	1727mm 单机架 4 辊可逆机组	0.25-2×900-1530	2005	32
		1450mm 五机架冷连轧机组	0.4-3×800-1500	2011	30
万达薄板	重庆万达薄板	1450mm 连续退火	0.4-3×800-1500	2011	30
		1420mm 酸轧联合机组	0.18-2.0×750-1300	2014	100
沙钢	沙钢				
				合计	3312

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 17：国内汽车板主要生产企业分布



来源：公司公告、国金证券研究所

- 宝钢的生产、服务中心遍布全国，可快速响应、供应全国各大汽车生产商，目前宝钢在全国有 60 个钢材剪切加工中心。如针对东风日产两地工厂十全国 30 多家配套零部件厂家，宝钢提供了整体策划+就近服务的供应模式，在华东、华中和华南地区实现了 1 个整体服务窗口+6 个加工中心的战略合作格局。
- 宝钢拥有一套先进、适合中国的“先期介入”（EVI）模式。宝钢的 EVI 活动从上世纪 90 年代时，与上汽、一汽共同开展车用钢板国产化替代开始起步，伴随着中国汽车工业等的发展而逐步丰富、成长和完善的。目前已经形成了较完整的规划布局，同时各环节已经成熟，提升其汽车板营销能力。

图表 18：宝钢股份 EVI 路线图



来源：公司公告、国金证券研究所

- 武钢的冷轧硅钢居国内龙头，合并后宝钢成取向硅钢王者。武钢冷轧硅钢年产能 208 万吨，公司通过不断自主创新，逐渐形成了拥有自主知识产权的冷轧硅钢生产核心技术，已成为全球品种最全、规格最多、产量最大的硅钢生产基地。目前共有 16 个厚度规格、150 个品种，产品质量处于国内领先水平，广泛应用于机电、电力、航天等行业。

- 在无取向硅钢方面，武钢在消化引进新日铁技术的基础上，通过自主开发，形成了半工艺系列产品、无取向高牌号系列产品、高效电机用钢系列（X 系列）、电动工具及汽车电机用钢（WD 系列）以及高磁感系列等比较完整的无取向硅钢的产品系列。
- 在取向硅钢方面，武钢具备一般取向硅钢和高磁感 HiB 钢的生产能力，能够生产国内急需的 0.27-0.30mm 高品质 HiB 钢，并生产一定规模的 0.23mmHiB 钢，主要牌号为 23QG080-085、27RK090、30RK095、30QG105 等产品及激光刻痕产品。
- **宝钢取向硅钢技术国际领先。**宝钢在 1996 年从 JFE 引进了中低牌号无取向电工钢制造技术的基础上，通过自主开发，迅速掌握高牌号无取向硅钢和取向硅钢的生产技术，成为国内第二家可以生产取向硅钢的企业。目前宝钢硅钢形成 140 万吨无取向电工钢（含高牌号 21 万吨，所占比例 13.12%）和 30 万吨取向硅钢（含 HiB 20 万吨）的生产能力。
- 在无取向硅钢方面，宝钢的电工钢产品按系列主要分为一般无取向电工钢 A 系列；保证交货状态下高磁感、低铁损的 AH 系列和保证用户退火使用性能的 AR 系列。
- 在取向硅钢方面，宝钢自 2008 年取向硅钢产线投产以来，先后完成了一般取向硅钢和高磁感取向硅钢产品工艺调试，其中，一般取向硅钢可以批量生产 B27G120~B30G140 各牌号产品，高磁感取向硅钢实现了 0.27~0.30 mm 规格产品的批量生产，最高牌号达到 B27PI00 和 B30P105 的水平，激光刻痕产品达到 B27R095 水平，0.23 mm 规格产品工艺调试取得初步成功，B23R090 牌号产品已进入市场认证阶段，填补了国内空白。

图表 19：宝钢及武钢硅钢产能

钢厂名称	产能（万吨）	取向硅钢			无取向硅钢		投产年份
		高磁感	普通	高牌号	高磁感	中低牌号	
宝钢 1550 冷轧厂	90	—	—	—	17	56	2005
宝钢五冷轧（二期）	10	5	5	—	—	—	2009
宝钢五冷轧（一期）	31	3	7	10	10	1	2008
宝钢取向硅钢（三期）	10						2013
宝钢取向硅钢（二期）	10						2011
宝钢取向硅钢（一期）	10						2008
武钢二硅钢	82	—	16	—	—	66	2006
武钢三硅钢	56	16	—	15	—	25	2008
武钢一硅钢（扩建后）	38	5	7	5	10	11	1979
武钢一冷轧	22	—	—	—	—	22	2004

来源：公司公告、国金证券研究所

- **合并后成为取向硅钢王者，高磁感取向硅钢占绝对优势。**到 2016 年，宝钢拥有 170 万吨硅钢产能，武钢拥有 208 万吨硅钢产能，合并后硅钢产能达到 378 万吨，两者在取向硅钢领域的市占率合计接近 85%。同时公司占据高磁感取向硅钢领域的技术优势，过去近 10 年，宝钢和武钢在取向硅钢领域竞争激烈，造成产品价格大幅下跌，宝武合并后该负面因素将消除。行业供需格局未来有望持续改善，价格已经开始触底回升，而公司作为取向硅钢龙头将充分受益。

图表 20：国内主要企业硅钢产能（万吨）

企业名称	无向	占比	取向	占比	小计	投产时间	主要机型
武钢	146	13.25%	54	42.19%	200	1978 年	带可逆式森吉米尔二十辊轧机等
宝钢	140	12.70%	30	23.44%	170	2001 年	带可逆式森吉米尔二十辊轧机等
太钢	135	12.25%	/	/	135	1996 年	带可逆式森吉米尔二十辊轧机等
首钢	105	9.53%	15	11.72%	120	2010 年	带可逆式森吉米尔二十辊轧机等
鞍钢	86	7.80%	4	3.13%	90	2004 年	宽带可逆式森吉米尔二十辊轧机等

马钢	55	4.99%	/	/	55	2003年	宽带四机架六辊 UCM 轧机
沙钢	50	4.54%	/	/	50	2013年	宽带酸洗联轧机组
本钢	20	1.81%	/	/	20	2010年	宽带薄板坯连铸连轧
中冶新材	40	3.63%	/	/	40	2010年	新钢五机架连轧或六辊轧机
包钢	20	1.81%	/	/	20	2014年	宽带薄板坯连铸连轧
浙江天洁	20	1.81%	/	/	20	2007年	宽带从链钢进冷硬卷
四川瑞致	20	1.81%	/	/	20	2012年	宽带外购冷硬卷
重庆万达	30	2.72%	/	/	30	2014年	已停产未统计
天津辰泰	30	2.72%	/	/	30	2014年	已停产未统计
黄石山力	20	1.81%	/	/	20	2011年	已停产未统计
浙江协和	20	1.81%	/	/	20	2013年	已停产未统计
浙江东鼎	5	0.45%	/	/	5	2014年	已停产未统计
浙江华赢	20	1.81%	3	2.34%	23	2012年	无取向电工钢已停产未统计
江阴蓝天	15	1.36%	/	/	15	2012年	已成型
西城钢铁	20	1.81%	/	/	20	2012年	已停产未统计
华西钢铁	20	1.81%	/	/	20	2008年	已成型
万鼎硅钢	20	1.81%	/	/	20	2006年	已停产未统计
广东中圣	20	1.81%	/	/	20	2013年	宽带外购冷硬卷
佛山津西金兰	10	0.91%	/	/	10	2012年	已停产未统计
广东顺德浦项	35	3.18%	/	/	35	1998年	宽带从韩国浦项进口冷硬卷
广东盈泉	/	/	5	3.91%	5	2008年	宽带森吉米尔二十辊轧机
新万鑫(福建)	/	/	2	1.56%	2	2000年	中宽森吉米尔二十辊轧机
四川丰威	/	/	2	1.56%	2	2007年	中宽森吉米尔二十辊轧机
无锡华精	/	/	3	2.34%	3	2011年	中宽森吉米尔二十辊轧机
无锡晶龙华特	/	/	1	0.78%	1	2015年	中宽森吉米尔二十辊轧机
包头威丰	/	/	2	1.56%	2	2013年	中宽森吉米尔二十辊轧机
山东以利奥林	/	/	5	3.91%	5	2015年	宽带森吉米尔二十辊轧机
湖北威宁泉都	/	/	1	0.78%	1	2014年	中宽森吉米尔二十辊轧机
北京中冶大地	/	/	1	0.78%	1	2013年	中宽森吉米尔二十辊轧机
合计	1102	100.00%	128	100.00%	1230		

来源：中华商务网、国金证券研究所

- **取向硅钢生产高壁垒。**取向硅钢对各元素含量的纯度、精度要求极其严格，因此其生产工艺复杂、制造技术难度高，尤其是高牌号 HiB 钢对工艺要求更高，国内目前仅有武钢、宝钢、首钢掌握该工艺并实现该产品的量产，且宝武合并后 HiB 市占率达到 95% 以上。

图表 21：取向硅钢生产加工工艺对比

工艺流程	高温加热两次冷轧法	高温加热+常化一次冷轧	低温加热两次冷轧法	低温加热一次冷轧法
产品性能	CGO 产品，性能最差	Hi-B 产品，性能好	CGO 产品，性能较好	Hi-B 产品，性能好，也可生产 CGO 产品
生产成本	高	最高	低	最低
技术难度	最简单	难度大	较难	难度最大
产品竞争力	最弱	强	较强	最强
应用频率	鞍钢、首钢	美国钢铁	-	新日铁、浦项、蒂森、武钢、宝钢、首钢

来源：《取向硅钢生产工艺技术分析和发展趋势》，国金证券研究所

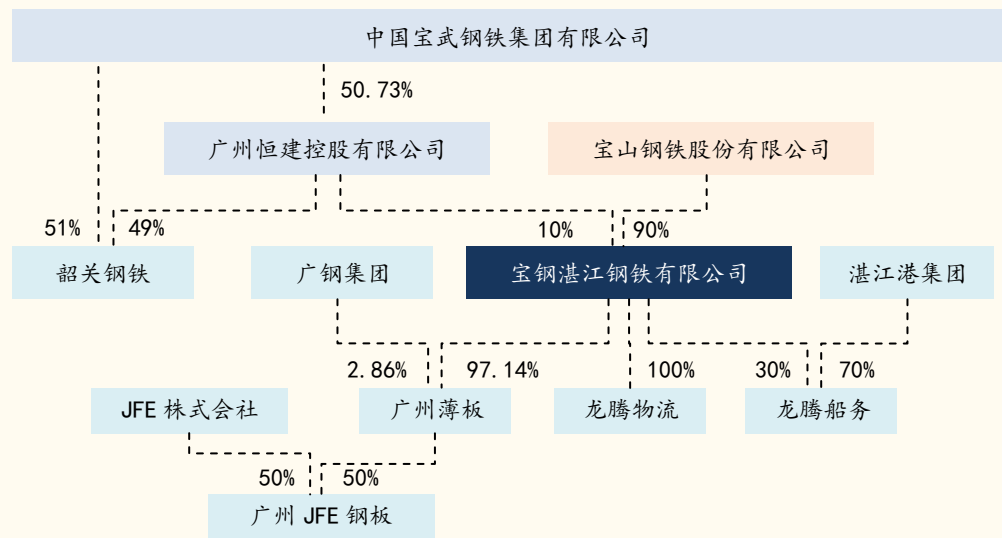
- **高技术壁垒决定其价格供给主导特点。**与其他的高端制造一样，需求稳定增长以及技术和市场容量共同构建的壁垒使得取向硅钢的周期更加偏向供给主导，呈现周期短弹性大的特征，如 HiB 这样的高端品种更由于其技术门槛，龙头会享受垄断溢价。

三、未来潜在增量在湛江与梅钢

3.1 湛江项目贡献增量：调结构+放量

- 宝钢湛江钢铁有限公司成立于 2011 年 4 月 18 日，2012 年 5 月 24 日在广东省湛江市东海岛正式动工。注册资本 200 亿元，其中宝钢股份有限公司持有 90% 股份，广东恒健投资控股有限公司持有 10% 股份。作为宝钢四大钢铁制造基地之一，湛江东山基地是宝钢集团落实国家《钢铁产业调整和振兴规划》，结合宝钢重组广钢、韶钢的国家重大建设项目；是广东省淘汰 1600 多万吨落后钢铁产能，调整产业结构所打造的“现代化绿色钢铁基地”。

图表 22：湛江钢铁股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

- 湛江钢铁基地项目是按照一次规划、分步实施的千万吨级钢铁基地，是宝钢集团二次创业核心项目，承担了广东区域经济调整、未来参与国际竞争的重任。
- 湛江项目于 2012 年 5 月 24 日经报请国务院同意，国家发展改革委结合兼并重组、压缩区域产能、城市钢厂搬迁和落实相关规划、推进布局调整，核准了湛江钢铁基地项目。
- 建设规模为年产铁 920 万吨、钢 1000 万吨、钢材 938 万吨，其中热轧商品板卷 448 万吨、冷轧商品板卷 490 万吨，同时预留未来发展空间。总投资为 696.8 亿元。
- 产品定位于汽车、家电、机械和建筑等行业用板以及船用板、管线钢、优质碳素结构钢等。
- **项目地理优势显著。**一方面，湛江地区具有明显的物流优势，与上海总部相比，缩短了巴西、澳洲主要矿石产地的距离，且不需要二次转驳，有利于降低运输成本。另一方面，湛江所在的广东地区是我国重要的汽车和家电用钢集中地，也辐射东南亚地区，为出口东南亚提供便利。
- **智慧生产带来高效率，生产成本低。**湛江基地的冷轧厂通过智慧制造，机组轧制速度提高 10%，产能提高 10%，目前人均产量 2000 吨，生产效率约为公司整体两倍。同时湛江基地生产的现金成本比宝山基地低约 300 元/吨，全成本也比宝山基地更低。

图表 23：湛江钢铁产业链分布



来源：公司公告、国金证券研究所

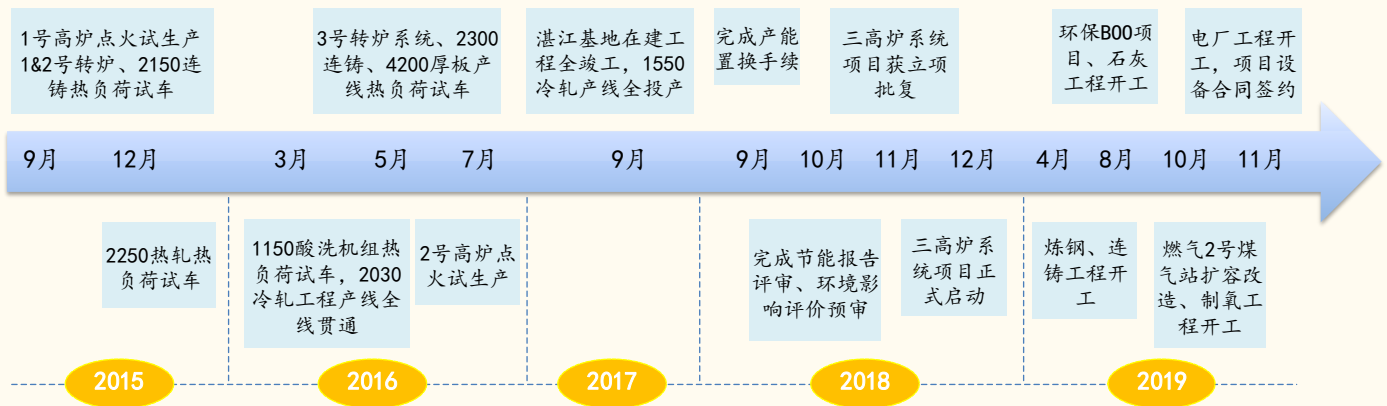
图表 24：湛江项目辐射广泛



来源：公司公告、国金证券研究所

- 投产后年产能为 875 万吨。湛江项目于 2012 年 5 月底开工，2015 年 9 月 1 日高炉点火试生产；2016 年 7 月 2 日高炉点火成功并投入试运行；2017 年 9 月 12 日，具备硅钢、碳钢精品钢种生产能力的湛江 1550 冷轧智能化产线全部进入生产试运行状态，标志着湛江钢铁在建工程全部竣工并顺利投产，年产能达到 875 万吨。

图表 25：湛江项目投建进程



来源：公司公告、国金证券研究所

- 投产后，冷轧产能大幅增加，产品结构进一步得到优化，可生产汽车板或家电板。

图表 26：湛江项目各产线产品及产能

产线	产品	产能(万吨)	面向市场
1 号高炉	铁水	411.5	
2 号高炉	铁水	400	
1、2 号转炉	炼钢	350	
3 号转炉	炼钢	350	
2250 热轧产线	中高端热轧产品	550	工程机械高强度、高强集装箱板等
2030 冷轧	冷轧板	220	汽车板与家电板等高端产品
1550 冷轧	热轧酸洗产品：汽车、压缩机和通用机械	100	汽车、压缩机和通用机械。为湛江钢铁的酸洗板率先抢占华南及东南亚市场
	冷轧板	155	家电板及高端建材

来源：公司公告、国金证券研究所

- **三高炉系统建设项目稳步推进。**公司计划在未来五年内湛江基地将新建 3、4、5 号高炉，总投资达 188.5 亿元。项目建成后，湛江钢铁总规模为年产铁水 1225 万吨、钢水 1252.8 万吨、钢材 1081 万吨。新增主要生产设施有：一座 5050m³高炉、一座 350 吨转炉，一条 1780mm 热轧、一条 1750mm 冷轧等。项目充分吸收现有高炉在工艺、技术、环保等方面的做法和经验，环保标准不断提高。目前，湛江三高炉建设项目按计划顺利进行，2019 年 5 月热轧工程开工，6 月冷轧工程、烧结工程开工，预计将在 2021 年 7 月投产，长期为公司带来新的利润增量。

图表 27：湛江三高炉系统建设项目产能置换方案公示

建设项目情况						
企业名称	建设地点	冶炼设备	换算产能 (万吨)	拟开工时间	拟投产时间	置换比例
宝钢湛江钢铁有限公司	湛江市东海岛	1 座 5050m ³ 高炉	402	2019 年 4 月	2021 年 7 月	1.002: 1
		1 座 350 吨转炉	362.5	2019 年 3 月	2021 年 3 月	1.001: 1
推出项目情况						
企业名称	地点	冶炼设备	出让产能 (万吨)	启动拆除时间	拆除到位时间	备注
上海梅山钢铁股份有限公司	江苏省南京市	1280 m ³ 高炉	炼铁产能 110	2021.02	2021.06	换算产能 118 万吨，剩余 8 万吨产能用于其它项目。
上海宝钢不锈钢有限公司	上海市	2500 m ³ 和 750 m ³ 高炉	炼铁产能 293	2021.01	2021.06	
上海宝钢不锈钢有限公司	上海市	150 吨和 120 吨转炉	炼钢产能 295	2020.10	2021.02	
上海宝钢不锈钢有限公司	上海市	150 吨转炉	炼钢产能 68	2019.10	2019.12	换算产能 160 万吨，剩余 92 万吨产能用于其他项目。
合计			炼铁出让产能 403 炼钢出让产能 363 万吨			

来源：广东省经济和信息化委《关于宝钢湛江钢铁有限公司三高炉系统建设项目产能置换方案的公示》，国金证券研究所

3.2 梅钢搬迁盐城，拟建 2000 万吨新工厂

- 1998 年，梅钢成为了宝钢集团的下属企业。经过三十多年的发展，已成为集炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧钢为一体的钢铁联合企业，总资产约 336 亿元，固定资产约 405 亿元，拥有从业人员约 2.1 万人，占地约 1.6 万亩。具备年产 730 万吨铁、760 万吨钢、750 万吨热轧板卷、100 万吨酸洗板卷和 85 万吨冷轧产品的生产能力。
- 截至 2018 年末，公司拥有其 77.0% 股权，其注册资本人民币 70.8 亿元，主要经营范围为黑色金属冶炼及压延加工、销售等，总资产为 272.2 亿元，净资产为 142.1 亿元，当年实现净利润 26.3 亿元。

图表 28: 宝钢梅山基地



来源: 公司官网、国金证券研究所

图表 29: 梅钢地理区位优势, 水陆交通便利



来源: 百度地图、国金证券研究所

- 2018 年年底, 中国宝武与江苏省人民政府、南京市人民政府、盐城市人民政府签订了《战略合作协议》, 共同推动中国宝武梅钢区域 (含矿区) 产业转移和转型发展, 促进钢铁产业向江苏沿海转移。
- 计划用十年时间 (到 2028 年底前), 钢铁冶炼产能逐步迁出南京市; 布局新兴产业, 建设产业新城, 实现梅钢区域转型升级。
- 大力推动宝武盐城绿色精品钢基地建设, 在盐城市滨海港工业园区布局建设 2000 万吨级规模的精品钢项目, 加强在港产、港口、港城等领域投资与合作, 采取积极措施, 协同推进项目落地。
- 精品钢项目一次性规划, 分阶段实施。一期项目产能规模 800-1000 万吨, 投资 500 亿元, 计划 2019 年启动项目建设的相关工作; 在完成项目备案审批的前提下, 3 年左右完成项目建设, 建成集码头、炼焦、煤气利用综合发电机组、烧结、炼铁、炼钢、轧钢为一体的全流程钢铁联合企业。
- 中国宝武集团优先考虑由下属钢铁旗舰公司宝山钢铁股份有限公司投资建设该项目。
- **梅钢的搬迁, 将形成多赢格局。**“梅山是小支点、大战略, 关系到长三角世界级城市群国家战略, 关系到沪宁合作, 关系到南京城市功能的转型升级, 大有可为。”
 - 对于南京而言, 一方面, 矿石资源枯竭的梅山地区将迎来长期的生态修复, 功能由为企业服务转变为为城市和居民服务; 另一方面, 空闲区位有利于挖掘沪宁合作的示范区新模式, 探索非接壤上海地区融入长三角一体化新战略。
 - 而盐城是江苏“1+3”功能区中沿海地区的重要港口城市, 适合发展超大型工业生产体系, 同时位于长三角城市群最北翼, 将架构起以上海为龙头、牵引西翼和北翼两端的长三角一体化新格局。公司盐城基地将建设为智能化水平、环保水平、设备工艺领先、全球先进的全流程钢铁联合企业, 打造生态环境优美、国际化、现代化的新型工厂。
- **目前, 公司已启动盐城基地项目, 开展项目总体规划和可研编制工作。**2019 年 7 月, 公司通过了《关于设立宝钢盐城钢铁有限公司的议案》, 拟独资设立宝钢盐城钢铁有限公司, 注册资本 5 亿元, 用于项目总体可行性方案研究、土地勘测、能评环评等前期工作, 后续将结合项目可行性研究结果并经公司董事会另行批准后, 对盐城钢铁进行增资或其他相应调整。

四、盈利预测与投资建议

- 我们对公司盈利做出以下假设:

- ✓ 产量方面：受到疫情影响，上半年青山基地（武钢）产量有所下滑，预计公司 2020 年全年产量 4450 万吨，同比下降 5.7%；明后年产量恢复到疫情前水平，预计维持在 4700 吨上下。
- ✓ 价格方面：2019 年热轧、冷轧全年均价分别为 3850、4290 元/吨，参考上半年均价，预计 2020 年热轧、冷轧价格同比小幅下跌 100 元/吨左右；其他钢铁产品均按 100 元/吨降幅。预计 2021 年钢价从疫情影响中逐步恢复，价格同比上涨 5%；2022 年价格则同比基本持平上下。
- ✓ 盈利能力方面：根据我们测算的 1-8 月五大品种吨钢利润水平，热轧、冷轧、中厚板分别为 367 元/吨、222 元/吨、422 元/吨；同时考虑宝钢产品的溢价能力以及下半年板材盈利回暖的可能性，我们预计公司热轧、冷轧全年吨毛利分别为 500 元/吨、450 元/吨；考虑疫情后复苏，预计 2021、2022 年吨钢利润分别同比上升 20 元/吨、20 元/吨。

图表 30：盈利预测

产品	单位	2020 年	2021 年	2022 年	
总计	产量	万吨	4450	4660	4660
	产能	万吨	4700	4700	4700
	总收入	亿元	2670	2822.502	2822.502
	总成本	亿元	2386.68	2518.578	2511.201
	毛利率		11%	11%	11%
热轧板卷	销量	万吨	1700	1800	1800
	产能	万吨	1822	1822	1822
	售价	万元/吨	0.38	0.39	0.39
	毛利率		13.2%	13.3%	13.7%
	收入	亿元	638	709	709
冷轧板卷	成本	亿元	553	614	612
	销量	万吨	2000	2100	2100
	产能	万吨	2113	2113	2113
	售价	万元/吨	0.42	0.43	0.43
	毛利率		10.8%	11.0%	11.5%
其他钢铁产品	收入	亿元	840	908	908
	成本	亿元	749	809	804
	销量	万吨	750	760	760
	产能	万吨	765	765	765
	售价	万元/吨	0.39	0.40	0.40
非钢业务	毛利率		10%	10%	10%
	收入	亿元	293	305	305
	成本	亿元	263	275	275
	毛利率		8.8%	8.8%	8.8%
	收入	亿元	900	900	900
	成本	亿元	821	821	821
	毛利润		79	79	79

来源：国金证券研究所

- 预计公司 2020-2022 年公司实现营业收入分别为 2670.00 亿元、2822.50 亿元、2834.96 亿元，同比增长-8.6%、5.7%、0.4%；实现归母净利润分别为 84.29 亿元、93.77 亿元、100.10 亿元，同比增长-32.2%、11.2%、6.8%，对应 PE 分别为 13.2 倍、11.9 倍、11.2 倍。
- 公司作为国内钢铁行业绝对龙头企业，产能国内第一，产品市占率高、壁垒高。参考可比公司，我们给予公司 2020 年 14X 估值，目标价 5.3 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表 31：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000898	鞍钢股份	2.72	0.17	0.26	0.27	15.83	10.58	9.91
600282	南钢股份	3.26	0.40	0.46	0.50	8.12	7.16	6.48
000825	太钢不锈	3.73	0.24	0.24	0.31	15.28	15.74	12.17
600808	马钢股份	2.85	0.18	0.21	0.22	16.21	13.26	12.91
000932	华菱钢铁	4.93	0.87	0.94	1.01	5.67	5.25	4.87
中位数						15.28	10.58	9.91
平均值						12.22	10.40	9.27
600019	宝钢股份	5.01	0.38	0.42	0.45	13.24	11.90	11.15

来源：Wind、国金证券研究所

五、风险提示

- 板材盈利回升不确定性。公司盈利驱动的两大主要产品为汽车板、家电板，直接受下游汽车、家电产销量影响。过去两年，汽车行业产销量的下滑，对公司盈利影响较大。今年疫情之后，特别是年中后汽车产销量回升较为明显，但后续持续性仍有不确定性，不排除汽车产销量数据见底后，低位震荡盘整的可能性。另一方面，随着板材利润的回暖，各大板材厂商近期纷纷提高产能利用率，生产积极性提高，对供给产生也将产生压力。
- 下游汽车、家电需求不达预期。
 - ✓ 汽车方面，虽然汽车行业近期各项分指数都有改善，但是总体预警指数仍在不景气区间。根据中汽协数据显示，汽车价格降价比例占到四成以上，持平比例在四成，涨价占比很少，说明汽车价格仍未企稳，也说明目前的增长还主要依靠主机厂家强力度促销，经销商以价换量。根据中汽协预计，下半年乘用车销量降幅会收窄到 5%左右，全年乘用车同比降幅在 15%左右，全年乘用车总体终端销量在 1800 万辆左右。整体需求目前处于底部回升状态，但也不排除后续需求继续低于预期可能性。
 - ✓ 家电方面，下半年家电需求逐步复苏，主要来自于前期因为疫情压抑的消费需求，以及升级性消费需求。其中，地产后周期逻辑是家电需求回暖的重要因素，若后续地产调控政策收紧，商品房销售下滑，竣工回暖低于预期，将影响家电对应部分需求。同时，疫情冲击下，全球经济进入衰退周期，国内部分家电企业出口占比较高，不排除疫情导致的海外订单出现超预期下滑。
- 钢铁置换产能释放再超预期。2019 年供给端主要超预期因素在于置换产能的投产，目前行业盈利尚可，在建的置换产能或加速投放，特别是 20 年年中以后有较大规模置换产能投产。受到今年疫情影响，预计置换产能的大规模投放将在四季度出现，不排除超预期的产能释放将对行业供给端带来较大压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	289,482	305,186	292,037	267,000	282,250	283,496	货币资金	17,857	16,959	13,439	16,694	18,819	21,970
增长率	5.4%	-4.3%	-8.6%	5.7%	0.4%		应收账款	46,696	45,003	41,298	43,062	45,522	45,723
主营业务成本	-248,604	-259,258	-260,055	-238,668	-251,696	-251,954	存货	39,488	41,505	40,300	45,772	48,270	48,320
%销售收入	85.9%	85.0%	89.0%	89.4%	89.2%	88.9%	其他流动资产	29,251	16,621	35,528	38,904	39,234	39,242
毛利	40,878	45,928	31,982	28,332	30,554	31,543	流动资产	133,293	120,089	130,564	144,432	151,845	155,255
%销售收入	14.1%	15.0%	11.0%	10.6%	10.8%	11.1%	%总资产	38.1%	35.8%	38.4%	40.0%	40.6%	40.7%
营业税金及附加	-1,880	-1,623	-1,266	-1,148	-1,214	-1,219	长期投资	31,065	37,972	33,602	33,946	35,246	36,546
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	168,258	158,484	155,904	162,311	166,919	169,727
销售费用	-3,366	-3,493	-3,381	-2,937	-3,105	-3,118	%总资产	48.0%	47.3%	45.9%	45.0%	44.6%	44.5%
%销售收入	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	无形资产	14,236	14,231	13,917	13,908	13,895	13,878
管理费用	-9,632	-5,927	-5,582	-4,272	-4,516	-4,536	非流动资产	216,942	215,052	209,069	216,266	222,160	226,251
%销售收入	3.3%	1.9%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	%总资产	61.9%	64.2%	61.6%	60.0%	59.4%	59.3%
研发费用	0	-7,031	-8,864	-7,209	-7,621	-7,654	资产总计	350,235	335,141	339,633	360,698	374,005	381,506
%销售收入	0.0%	2.3%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%	短期借款	80,690	43,486	16,711	20,547	20,081	17,454
息税前利润 (EBIT)	25,999	27,855	12,888	12,766	14,099	15,015	应付款项	66,026	67,680	67,791	47,918	50,534	50,586
%销售收入	9.0%	9.1%	4.4%	4.8%	5.0%	5.3%	其他流动负债	16,491	22,137	48,085	67,109	68,741	68,910
财务费用	-3,370	-4,366	-2,460	-1,491	-1,678	-1,757	流动负债	163,207	133,303	132,587	135,575	139,356	136,951
%销售收入	1.2%	1.4%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	长期贷款	413	5,610	2,008	2,008	2,008	2,008
资产减值损失	-1,125	-231	323	-124	-7	-1	其他长期负债	12,142	6,982	13,823	16,730	19,730	22,730
公允价值变动收益	-184	190	257	128	128	128	负债	175,762	145,896	148,417	154,312	161,094	161,688
投资收益	3,042	4,123	3,700	1,400	1,400	1,400	普通股股东权益	164,433	176,763	178,053	192,323	197,949	203,955
%税前利润	12.7%	14.8%	24.7%	11.3%	10.2%	9.6%	其中：股本	22,268	22,268	22,274	22,274	22,274	22,274
营业利润	24,924	28,183	15,515	12,839	14,102	14,946	未分配利润	64,570	73,260	73,136	78,194	83,820	89,825
营业利润率	8.6%	9.2%	5.3%	4.8%	5.0%	5.3%	少数股东权益	10,040	12,483	13,163	14,063	14,963	15,863
营业外收支	-889	-367	-521	-400	-400	-400	负债股东权益合计	350,235	335,141	339,633	360,698	374,005	381,506
税前利润	24,035	27,816	14,994	12,439	13,702	14,546							
利润率	8.3%	9.1%	5.1%	4.7%	4.9%	5.1%							
所得税	-3,632	-4,538	-1,525	-3,110	-3,426	-3,637							
所得税率	15.1%	16.3%	10.2%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	20,403	23,278	13,469	9,329	10,277	10,910							
少数股东损益	1,233	1,713	1,046	900	900	900							
归属于母公司的净利润	19,170	21,565	12,423	8,429	9,377	10,010							
净利率	6.6%	7.1%	4.3%	3.2%	3.3%	3.5%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	20,403	23,278	13,469	9,329	10,277	10,910	每股指标						
少数股东损益	1,233	1,713	1,046	900	900	900	每股收益	0.867	0.968	0.558	0.378	0.421	0.449
非现金支出	19,478	19,410	18,717	18,976	20,663	22,460	每股净资产	7.440	7.938	7.994	8.635	8.888	9.158
非经营收益	1,139	23	-1,592	149	907	940	每股经营现金净流	1.497	2.048	1.323	1.180	1.383	1.539
营运资金变动	-7,943	2,895	-1,132	-2,174	-1,048	-38	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.151	0.168	0.180
经营活动现金净流	33,077	45,606	29,462	26,280	30,799	34,272	回报率						
资本开支	-12,909	-12,679	-16,898	-25,823	-25,650	-25,650	净资产收益率	11.66%	12.20%	6.98%	4.38%	4.74%	4.91%
投资	-3,763	5,881	-8,552	-409	-1,172	-1,172	总资产收益率	5.47%	6.43%	3.66%	2.34%	2.51%	2.62%
其他	6,492	3,187	3,221	1,400	1,400	1,400	投入资本收益率	8.33%	9.63%	5.27%	3.96%	4.22%	4.36%
投资活动现金净流	-10,180	-3,612	-22,229	-24,832	-25,422	-25,422	增长率						
股权募资	1,590	426	215	13	0	0	主营业务收入增长率	55.89%	5.43%	-4.31%	-8.57%	5.71%	0.44%
债权募资	-7,144	-27,827	2,938	6,860	2,534	373	EBIT增长率	95.97%	7.14%	-53.73%	-0.95%	10.44%	6.50%
其他	-8,909	-17,864	-14,680	-5,065	-5,786	-6,073	净利润增长率	113.82%	12.49%	-42.39%	-32.15%	11.24%	6.75%
筹资活动现金净流	-14,463	-45,265	-11,527	1,807	-3,252	-5,699	总资产增长率	31.21%	-4.31%	1.34%	6.20%	3.69%	2.01%
现金净流量	8,435	-3,270	-4,294	3,256	2,125	3,151	资产管理能力						
							应收账款周转天数	14.2	14.8	14.7	17.0	17.0	17.0
							存货周转天数	55.3	57.0	57.4	70.0	70.0	70.0
							应付账款周转天数	40.6	41.4	41.5	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	194.5	180.3	184.3	196.6	179.0	169.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	40.16%	17.50%	7.01%	8.23%	8.17%	6.65%
							EBIT利息保障倍数	7.7	6.4	5.2	8.6	8.4	8.5
							资产负债率	50.18%	43.53%	43.70%	42.78%	43.07%	42.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH