

公司研究/公告点评

2021年01月20日

钢铁/普钢

投资评级: 买入 (调高评级)

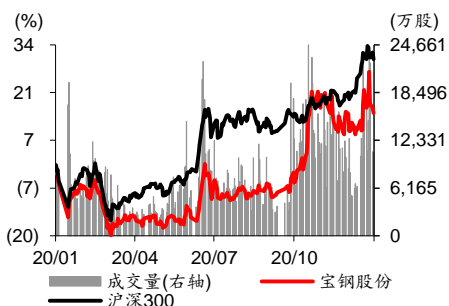
当前价格(元): 6.21
目标价格(元): 7.64

邱瀚萱 SAC No. S0570518050004
研究员 SFC No. BPN270
qiuhanxuan@htsc.com
龚润华 SAC No. S0570119090058
联系人 gongrunhua@htsc.com

相关研究

- 1《宝钢股份(600019 SH,增持): Q3 归母净利润同环比增长 50%左右》2020.10
- 2《宝钢股份(600019 SH,增持): 20Q2 销售实际情况环比好转》2020.08
- 3《宝钢股份(600019 SH,增持): 9 月宝钢期货价格上涨超 200 元/吨》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

继续看好板卷, 上调归母净利预测

宝钢股份(600019)

20 年归母净利润预计同比正增长, 继续看好 21 年板卷表现

1月19日, 公司发布2020年业绩预告, 预计20年归母净利润同比增加1-7亿元, 同比增幅在1%-6%, 对应中值为128亿元, 略高于我们前期预期(《Q3 归母净利同环比增长 50%左右(2020.10.30)》); 20Q4 归母净利中值为49.6亿元(yoy+40%、qoq+29%)。另外, 公司公告(临2021-011)称, 计划回购4-5亿股(1.80-2.25%)用于后续股权激励计划, 彰显公司对未来发展信心。我们继续看好21年制造业、出口业务同比表现, 板卷需求、价格或继续上行, 故上调盈利预测, 预计20-22年EPS为0.58/0.99/1.00元, 上调至“买入”评级。

制造业、消费强势表现, 推高 20Q4 板卷价格、改善盈利

公司20Q4 归母净利同环比均有较大增幅, 我们认为主要因下游制造业、消费领域强势表现, 带动板卷价格上涨, 即使铁矿价格同比上行, 热卷吨毛利表现不差、冷卷吨毛利表现抢眼, 基于中联钢行业数据, 我们测算20Q4 热卷吨毛利131元/吨(yoy-13、qoq+44元/吨), 冷卷吨毛利593元/吨(yoy+253、qoq+368元/吨)。另外, 对照19年四个季度所得税情况看, 19Q4为负值, 或因所得税年底清算退回, 推测20Q4或同样有该部分原因。

拟回购 1.80-2.25% 股份用于后续股权激励

据公告(临2021-011), 公司拟用不超过40亿元自有资金, 通过集中竞价交易形式, 以不超过8.09元/股价格回购公司4-5亿股, 占公司回购前总股本的1.80-2.25%股份, 用于未来连续实施的股权激励计划。公司计划通过回购形式实施后续股权激励计划, 充分彰显对未来发展前景的信心, 同时有利于提升市场关注度、并提振股价。

看好 21 年制造业工业增加值、出口同比表现, 利好板卷需求及价格

据我们报告《有利于提升市场关注度, 并提振股价》(2020.12.22), 我们继续看好21年制造业投资、工业增加值, 出口的同比增长, 主要逻辑包括: 制造业进入原材料补库周期, 且目前冷卷社会库存偏低; 汽车、家电消费复苏势头强劲; 欧美疫情仍处高峰, 需求端恢复快于供给端, 出口需求强劲, 美中冷卷、热卷价差仍在扩大; 美国货币宽松政策下, 全球贸易商品价格上行等。另外, 宝钢股份21年1、2月主要产品期货价格继续大幅上调, 同样侧面印证下游需求的强势表现。

21 年或是板卷强势年, 上调至“买入”评级

我们继续看好21年制造业投资、工业增加值, 出口的同比增长, 或带动板卷需求、价格表现, 公司归母净利有望有较好同比增幅表现, 我们上调板卷价格预测, 预计20-22年EPS为0.58/0.99/1.00元(前值0.52/0.57/0.60元, 摊薄后)。可比公司PB(2021E, Wind一致预测)为0.65倍, 考虑公司仍在积极推进降本增效, 给予公司0.85倍PB(2021E)估值, BPS(2021E)为8.99元, 对应目标价7.64元(前值: 6.33元), 上调至“买入”评级。

风险提示: 宏观经济不及预期, 出口业务不及预期, 铁矿价格超出预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	22,269
流通A股(百万股)	22,212
52周内股价区间(元)	4.50-6.84
总市值(百万元)	138,293
总资产(百万元)	356,317
每股净资产(元)	8.09

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	304,779	291,594	282,270	327,303	355,908
+/-%	5.43	(4.40)	(3.20)	15.95	8.74
归属母公司净利润(百万元)	21,565	12,423	12,827	21,980	22,319
+/-%	12.49	(42.10)	3.25	71.35	1.54
EPS(元, 最新摊薄)	0.97	0.56	0.58	0.99	1.00
PE(倍)	6.41	11.13	10.78	6.29	6.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

估值模型假设

图表1: 公司产品价格本次假设 (2021.1.19)

产品 (元/吨)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
冷轧板	5136	4848	5088	5908	6,148
热轧板	3846	3576	3676	4386	4,626
钢管	6354	6444	6444	6944	6,944
长材	4408	4175	4205	4705	4,705

备注: 我们看好21年制造业、出口业务同比表现, 板卷需求、均价或同比大幅上行, 且22年或继续维持, 故上调价格假设

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司产品价格前次假设 (2020.10.29)

产品 (元/吨)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
冷轧板	5136	4848	4868	4818	4,808
热轧板	3846	3576	3546	3496	3,486
钢管	6354	6444	6404	6404	6,404
长材	4408	4175	4175	4075	3,975

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司原材料价格本次假设 (2021.1.19)

产品 (元/吨)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
铁矿石	525	654	700	980	1137
焦炭	1759	1577	1515	1802	1730

备注: 考虑铁矿、焦炭均仍处供给偏紧格局, 故上调价格假设

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 此处价格数据为市价

图表4: 公司原材料价格前次假设 (2020.10.29)

产品 (元/吨)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
铁矿石	525	654	640	635	635
焦炭	1759	1577	1515	1560	1498

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 此处价格数据为市价

图表5: 公司产品毛利率本次假设预测结果 (2021.1.19)

产品	2018	2019	2020E	2021E	2022E
冷轧板	16.29%	10.69%	13.26%	17.71%	16.42%
热轧板	19.25%	10.24%	11.65%	13.65%	12.97%
钢管	12.71%	11.92%	13.54%	13.44%	8.94%
长材	17.92%	19.76%	16.73%	14.37%	9.57%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司产品毛利率前次假设预测结果 (2020.10.29)

产品	2018	2019	2020E	2021E	2022E
冷轧板	16.29%	10.69%	11.33%	12.67%	12.26%
热轧板	19.25%	10.24%	11.15%	11.04%	11.22%
钢管	12.71%	11.92%	14.52%	15.97%	15.43%
长材	17.92%	19.76%	18.45%	17.28%	16.14%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 关键财务指标前后对照表

本次预测 (2021.1.19)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	3048	2916	2823	3273	3559
毛利率	15.0%	10.9%	12.2%	14.2%	13.2%
归母净利 (亿元)	216	124	128	220	223
前次预测 (2020.10.29)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	3048	2916	2763	2842	2976
毛利率	15.0%	10.9%	11.9%	12.2%	12.1%
归母净利 (亿元)	216	124	115	128	134

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

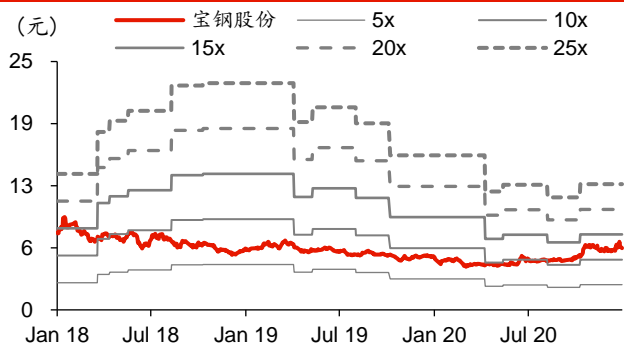
图表8: 可比上市公司 PB (2021E)

彭博代码	证券简称	PB (2021E)
000898 CH	鞍钢股份	0.50
000932 CH	华菱钢铁	0.76
600808 CH	马钢股份	0.68
	可比公司均值	0.65

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所; 取为2021年1月19日Wind一致预测

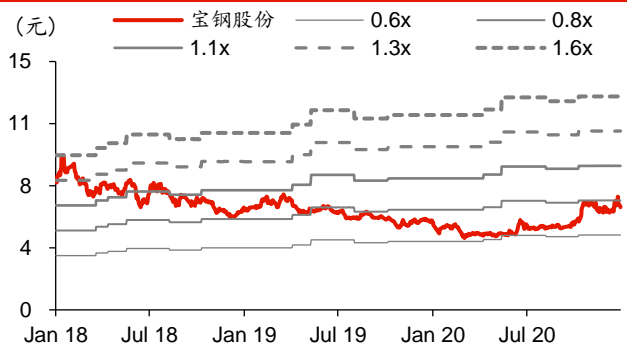
PE/PB - Bands

图表9: 宝钢股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 宝钢股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	120,089	130,564	146,274	145,918	169,718
现金	16,959	13,439	14,646	26,758	17,890
应收账款	12,696	10,878	11,836	14,587	14,121
其他应收账款	3,176	1,682	3,233	2,481	3,678
预付账款	6,328	5,002	7,273	6,586	8,392
存货	41,505	40,300	37,017	50,935	45,724
其他流动资产	39,424	59,264	72,270	44,571	79,913
非流动资产	215,052	209,069	222,464	232,103	234,310
长期投资	18,985	19,393	23,460	26,563	29,755
固定投资	150,718	147,436	141,869	137,873	132,708
无形资产	12,314	11,887	11,161	10,395	9,643
其他非流动资产	33,035	30,353	45,975	57,272	62,204
资产总计	335,141	339,633	368,739	378,022	404,027
流动负债	133,303	132,587	156,537	150,171	165,347
短期借款	38,324	13,068	60,827	25,421	51,612
应付账款	29,687	29,423	26,716	37,048	33,025
其他流动负债	65,293	90,096	68,994	87,702	80,710
非流动负债	12,592	15,830	13,341	11,596	9,246
长期借款	8,610	11,008	9,004	7,157	4,776
其他非流动负债	3,982	4,823	4,337	4,440	4,469
负债合计	145,896	148,417	169,878	161,768	174,593
少数股东权益	12,483	13,163	14,222	16,049	17,901
股本	22,268	22,274	22,269	22,269	22,269
资本公积	49,582	49,978	49,978	49,978	49,978
留存公积	105,889	107,344	114,288	126,191	138,276
归属母公司股东权益	176,763	178,053	184,639	200,205	211,534
负债和股东权益	335,141	339,633	368,739	378,022	404,027

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	45,606	29,504	(6,001)	83,081	(377.46)
净利润	23,278	13,469	13,887	23,807	24,170
折旧摊销	19,179	19,041	16,820	18,119	19,587
财务费用	4,366	2,460	3,577	4,003	3,757
投资损失	(4,123)	(3,700)	(3,822)	(3,781)	(3,795)
营运资金变动	2,895	(1,132)	(36,352)	41,360	(43,704)
其他经营现金	10.98	(633.65)	(110.80)	(427.37)	(393.88)
投资活动现金	(4,186)	(22,229)	(26,893)	(23,489)	(17,584)
资本支出	12,760	17,624	24,817	24,745	18,779
长期投资	5,881	(8,836)	(4,067)	(3,103)	(3,192)
其他投资现金	2,692	4,232	1,991	4,359	4,387
筹资活动现金	(45,161)	(11,485)	2,630	(16,009)	(17,845)
短期借款	(21,958)	(25,256)	47,759	(35,406)	26,191
长期借款	(356.38)	2,397	(2,004)	(1,847)	(2,380)
普通股增加	(0.20)	6.55	(5.01)	0.00	0.00
资本公积增加	867.10	396.39	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(23,713)	10,971	(43,120)	21,244	(41,655)
现金净增加额	(3,845)	(4,252)	(30,264)	43,583	(35,806)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	304,779	291,594	282,270	327,303	355,908
营业成本	259,085	259,871	247,779	280,956	308,818
营业税金及附加	1,623	1,266	1,420	1,588	1,718
营业费用	3,493	3,381	3,223	3,331	3,468
管理费用	5,927	5,582	5,593	5,606	5,658
财务费用	4,366	2,460	3,577	4,003	3,757
资产减值损失	(231.39)	323.42	(137.28)	(227.13)	(222.35)
公允价值变动收益	189.69	256.87	160.97	197.72	195.33
投资净收益	4,123	3,700	3,822	3,781	3,795
营业利润	28,183	15,515	16,351	27,411	27,907
营业外收入	311.56	213.09	256.15	251.03	246.42
营业外支出	678.81	733.64	787.02	751.19	760.21
利润总额	27,816	14,994	15,820	26,911	27,393
所得税	4,538	1,525	1,933	3,104	3,222
净利润	23,278	13,469	13,887	23,807	24,170
少数股东损益	1,713	1,046	1,059	1,827	1,851
归属母公司净利润	21,565	12,423	12,827	21,980	22,319
EBITDA	48,747	34,725	34,466	46,889	48,475
EPS (元, 基本)	0.97	0.56	0.58	0.99	1.00

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.43	(4.40)	(3.20)	15.95	8.74
营业利润	13.08	(44.95)	5.39	67.65	1.81
归属母公司净利润	12.49	(42.10)	3.25	71.35	1.54
获利能力 (%)					
毛利率	14.99	10.88	12.22	14.16	13.23
净利率	7.64	4.62	4.92	7.27	6.79
ROE	12.30	7.04	6.98	11.01	10.53
ROIC	14.23	8.82	7.64	15.30	12.29
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.53	43.70	46.07	42.79	43.21
净负债比率 (%)	20.23	9.53	30.64	5.44	19.38
流动比率	0.90	0.98	0.93	0.97	1.03
速动比率	0.48	0.21	0.43	0.33	0.46
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.86	0.80	0.88	0.91
应收账款周转率	7.11	10.94	9.33	9.49	9.68
应付账款周转率	6.05	5.81	6.05	5.97	5.97
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.56	0.58	0.99	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	1.32	(0.27)	3.73	(0.02)
每股净资产(最新摊薄)	7.94	8.00	8.29	8.99	9.50
估值比率					
PE (倍)	6.41	11.13	10.78	6.29	6.20
PB (倍)	0.78	0.78	0.75	0.69	0.65
EV_EBITDA (倍)	3.84	4.86	6.15	3.51	4.11

免责声明

分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com