

2021年03月06日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

## 充分受益碳中和，行业龙头强者恒强

### ——东吴碳中和系列报告（二）

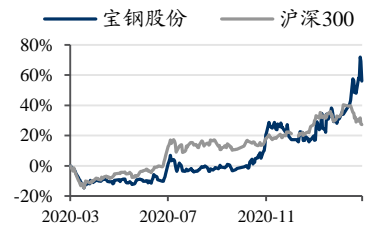
买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	292,057	311,041	365,473	385,574
同比（%）	-4.4%	6.5%	17.5%	5.5%
归母净利润（百万元）	12,423	12,711	20,014	22,040
同比（%）	-42.1%	2.3%	57.5%	10.1%
每股收益（元/股）	0.56	0.57	0.90	0.99
P/E（倍）	14.21	13.89	8.82	8.01

#### 投资要点

- **宝钢股份：中国钢铁行业核心资产。**2021年公司粗钢产能为4853万吨，为全行业第一；根据年报，公司2019年钢产量4688万吨，为全世界第二。公司主营板材（冷轧板、热轧板），板材产量占比超过80%，营收占比近50%；公司核心产品汽车板市占率高达60%，家电板市占率高达70%。宝钢股份由于产品结构，板材产量超过80%，因此主力下游为汽车、家电等制造行业。根据历史数据，宝钢股份和制造业利润总额增速表现出较强一致性，有望充分受益汽车、家电为代表的制造业上行。
- **高管讲话明确提出2023年碳达峰，2050年碳中和。**母公司宝武集团积极响应国家“抓紧制定2030年前碳排放达峰行动方案，支持有条件地方率先达峰”的号召，中国宝武党委书记、董事长陈德荣在2021年1月20日举行的中国宝武党委全会上宣告了中国宝武碳减排目标：“力争2023年实现二氧化碳排放达到峰值，2050年实现碳中和”。
- **公司碳中和实现方式。**目前我国钢铁行业低碳减排政策主要有两种：压缩钢铁产量和实施碳排放权限额分配制度。宝钢股份以降碳为源头治理的“牛鼻子”，科学规划碳达峰及降碳行动方案，并积极推动绿色布局、优化结构、节能提能等深度脱碳项目。
- **公司充分受益碳中和，行业龙头强者恒强。**我国钢铁业二氧化碳排放占比全国10%，是工业行业碳中和的主战场。钢铁行业最早且明确提出2025年碳达峰、2050年碳中和，有望在各行业中做出表率。宝钢作为行业内环保最优秀的公司，将充分受益碳中和：1）公司走在低碳技术前沿。为助力碳减排，公司密切追踪钢铁行业低碳工艺的前沿技术，充分开展可持续性改善工作；2）公司环保投入持续扩大，2019年公司环保投入中费用化成本和资本化成本分别同比增长0.39%和89.66%；3）公司吨钢净利长期高于可比公司，2019年公司吨钢净利达到265元，为可比公司最优；4）集团掌握钢铁产能最大，在供给受限前提下产能具备稀缺资源属性。
- **上调2021年盈利预测至200亿元，维持“买入”评级。**我们预计公司2020/2021/2022年收入分别为3110/3655/3856亿元，对应增速分别为6.5%/17.5%/5.5%；归母净利润分别为127/200/220亿元，增速分别为2%/58%/10%；公司2021/2022年PE分别为8.8x/8.0x，低于可比公司均值。考虑碳中和背景下环保政策趋严，公司作为行业环保标杆有望充分受益；公司下游为工业消费品，有望受益制造业上行。因此将公司2021/2022年归母净利润从190/205亿元上调至200/220亿元，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期；扩产不及预期；环保政策收紧不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	7.93
一年最低/最高价	4.32/9.06
市净率(倍)	0.98
流通A股市值(百万元)	176143.96

#### 基础数据

每股净资产(元)	8.09
资产负债率(%)	45.34
总股本(百万股)	22269.36
流通A股(百万股)	22212.35

#### 相关研究

- 1、《碳中和视角下的现代能源体系构建与推演——风光实现真正意义平价依然任重道远》2021-02-21
- 2、《宝钢股份（600019）：业绩超预期+大规模回购上调，上调21年盈利预测》2021-01-20
- 3、《宝钢股份（600019）：出厂价再涨400元/吨，锁定1季度利润》2021-01-09
- 4、《宝钢股份（600019）：出厂价第八个月上调，薄板普涨400-500元/吨》2020-12-10

## 内容目录

1. 宝钢股份：中国钢铁行业核心资产 .....	4
1.1. 产能规模行业第一，绝对领先地位 .....	4
1.2. 主导产品市占率高，话语权明显 .....	5
1.3. 下游为工业消费品，充分受益制造业上行 .....	6
2. 公司高管讲话明确提出 2023 年碳达峰，2050 年碳中和 .....	7
3. 公司碳中和实现方式 .....	8
3.1. 宏观政策：压缩产量+碳排放权配额 .....	8
3.2. 宝钢股份技术路线：科技创新打通行业低碳发展路径 .....	9
4. 宝钢股份：充分受益碳中和，行业龙头强者恒强 .....	11
4.1. 钢铁行业排放：体量大，增速缓 .....	11
4.2. 宝钢股份：业内环保标杆，“碳中和”大背景下将充分受益 .....	13
5. 盈利预测、估值与投资建议 .....	17
6. 风险提示 .....	18

## 图表目录

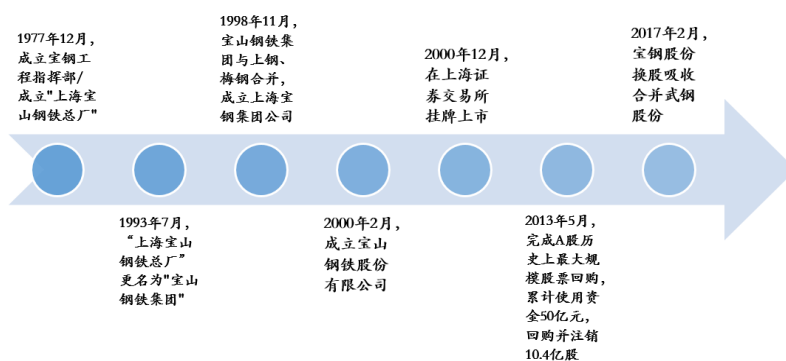
图 1: 宝钢股份发展历程.....	4
图 2: 公司实际控制人为国务院国资委 (2021 年 3 月 5 日) .....	5
图 3: 公司四大生产基地 (2021 年) .....	5
图 4: 宝钢股份主营产品市占率 (2019 年) .....	6
图 5: 宝钢股份归母净利增速与制造业利润总额增速具有较强一致性.....	7
图 6: 公司业绩与汽车产量增速波动关联性较高.....	7
图 7: 公司业绩与家电产量增速波动具有关联性.....	7
图 8: 中国宝武减排目标.....	8
图 9: 中国宝武集团减排路线.....	10
图 10: 中国宝武集团智慧化生产路线.....	10
图 11: 国内氢冶金发展趋势.....	11
图 12: 我国二氧化碳排放量增长较快 (单位: 百万吨) .....	12
图 13: 我国二氧化碳排放全球占比 29% (2019 年) .....	12
图 14: 我国碳排放量行业结构 (2018 年) .....	12
图 15: 我国钢铁业碳排放量增长趋缓, 吨钢排放下降.....	13
图 16: 公司环保投入持续扩大.....	15
图 17: 吨钢 CO <sub>2</sub> 排放量变化 (以 2014 年为基准) .....	15
图 18: 公司吨钢净利最高 (单位: 元/吨) .....	16
图 19: 宝武集团钢铁市占率逐步提升.....	16
表 1: 公司主营产品下游 (2020 年) .....	6
表 2: 钢铁行业减碳相关政策事件梳理.....	9
表 3: 公司绿色技术应用项目 .....	13
表 4: 公司绿色低碳产品一览.....	14
表 5: 宝武集团所收购公司 .....	17
表 6: 分业务营收预测 (单位: 百万元) .....	17
表 7: 可比公司估值 (2021 年 3 月 5 日) .....	18

## 1. 宝钢股份：中国钢铁行业核心资产

### 1.1. 产能规模行业第一，绝对领先地位

宝山钢铁股份有限公司前身为上海宝山钢铁总厂，成立于1977年。1998年宝山钢铁与上钢、梅钢合并，成立宝钢集团；2000年宝山钢铁股份有限公司成立，并于同年在上海交易所上市。公司于2017年通过换股吸收合并武钢股份。武钢股份大股东武钢集团整体划入宝钢集团，后者更名中国宝武集团。原武钢股份旗下所有资产、负债、人员、合同、资质等全部转入武钢有限，武钢有限由宝钢股份100%持股。

图 1：宝钢股份发展历程

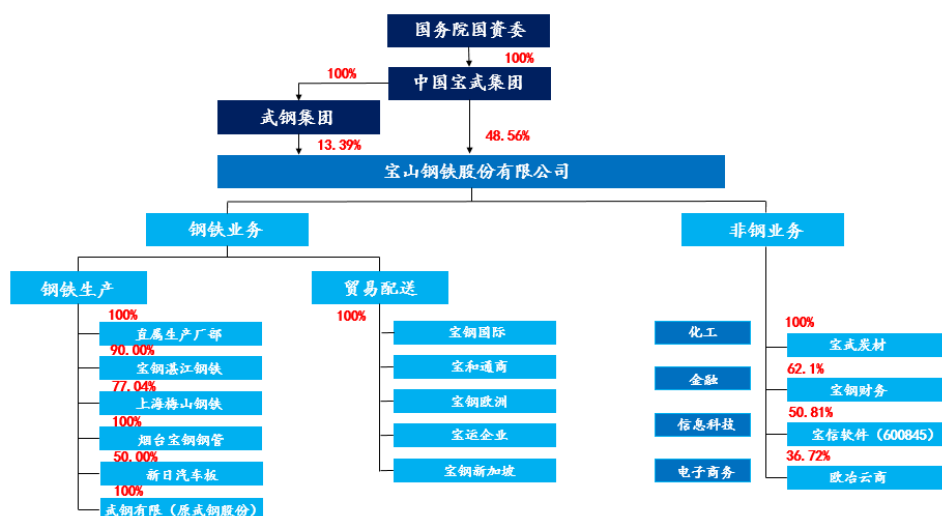


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司大股东为中国宝武集团（持股 48.56%），二股东武钢集团（持股 13.39%）由宝武集团 100%持股；公司实际控制人为国务院国资委（合计 61.95%）。公司参控股公司按照业务分类，可以分为钢铁业务公司和非钢业务公司。

- ✓ 钢铁业务公司：钢铁生产公司方面，主要有武钢有限（原武钢股份）、新日汽车板、宝钢钢管和湛江钢铁等；贸易配送方面，主要有宝钢国际、宝钢欧洲和宝和通商等公司。
- ✓ 非钢铁业务主要分为四大板块：主要有化工领域的宝武炭材、金融领域的宝钢财务、上海农商银行，信息科技领域的宝信软件和电子商务领域的欧冶云商等公司。

图 2: 公司实际控制人为国务院国资委 (2021 年 3 月 5 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司 2021 年拥有上海宝山、武汉青山 (原武钢股份)、湛江东山和南京梅山四大制造基地, 合计粗钢产能 4853 万吨, 为行业第一水平。根据公司年报, 宝钢股份 2019 年钢产量为 4688 万吨, 为全世界第二, 产能利用率高达 97%。

图 3: 公司四大生产基地 (2021 年)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 1.2. 主导产品市占率高, 话语权明显

公司主营板材, 2019 年公司板材 (冷轧、热轧板) 产量占比高达 82.3%; 板材 (冷轧、热轧板) 业务收入占比钢铁业务营收比例为 80.3%, 占比总营收 55.4%。

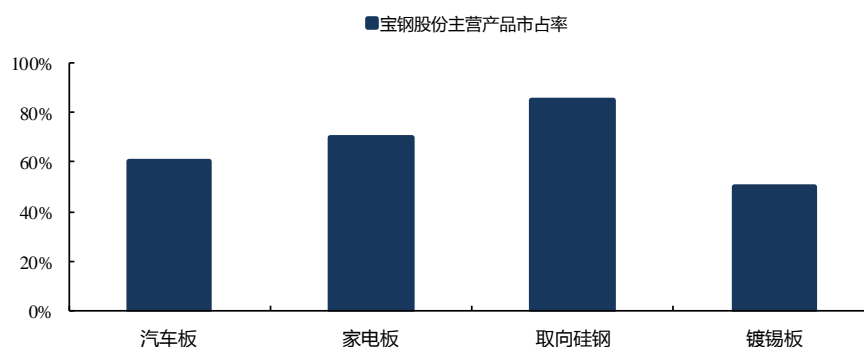
表 1: 公司主营产品下游 (2020 年)

种类	应用场景
冷轧碳钢板卷	汽车板、家电板。
热轧碳钢板卷	桥梁、建筑、汽车、家电、机械、压力容器等制造行业。
钢管	石油、天然气管道
硅钢	特高压输电

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

根据中钢协数据, 2019 年全行业汽车板、家电板产量合计近 3000 万吨, 公司汽车板、家电板产量合计近 1900 万吨, 占全行业产量的比例为 63%。

图 4: 宝钢股份主营产品市占率 (2019 年)



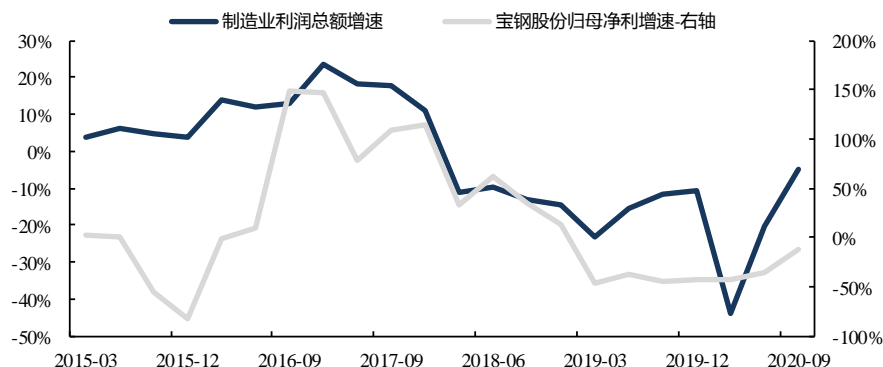
数据来源: 公司 2019 年年报, 东吴证券研究所

公司重要产品汽车板、家电板性能优异。公司早在 2001 年成为菲亚特供货商, 2002 年供货一汽大众, 并于 2004 年联手日本新日铁株式会社和卢森堡阿赛洛公司共同出资组建的“宝钢新日铁汽车板有限公司”, 抢占汽车板市场。根据 mysteel 调研, 宝武合并后, 宝钢汽车板市场份额上升至 60%, 龙头地位进一步提升。根据公司 2019 年年报显示, 取向硅钢整体产量占比为 85%, 在直流特高压市场国内占有率 100%, 青山基地实现直流特高压供货零突破。

### 1.3. 下游为工业消费品, 充分受益制造业上行

宝钢股份的下游主要是工业消费品, 将充分受益制造业上行。宝钢股份由于产品结构, 板材产量超过 80%, 因此主力下游为汽车、家电等制造行业。根据历史数据复盘, 宝钢股份归母净利润和制造业利润总额增速表现出较强一致性。

图 5: 宝钢股份归母净利增速与制造业利润总额增速具有较强一致性

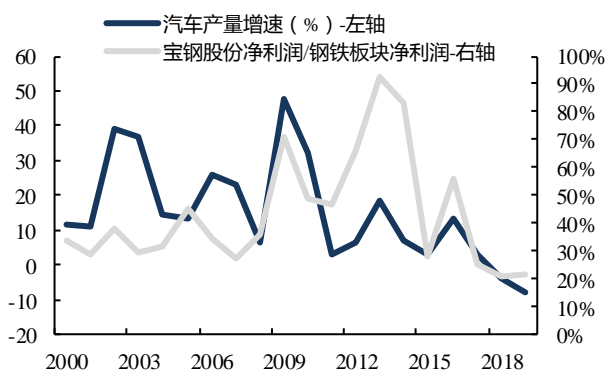


数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

公司业绩与汽车、家电产量增速波动关联性较高。

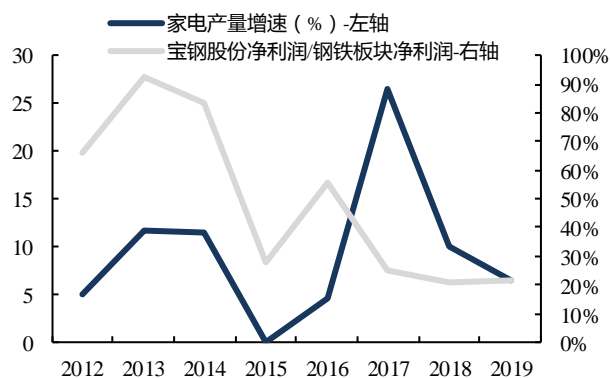
- ✓ 与汽车关联性：2009、2013 和 2016 年，车产量增速分别提升至 47.8%、18.4% 和 13.1%，公司净利润与钢铁板块净利润比值分别提升至 71%、92%和 56%；
- ✓ 与家电关联性：2017-2019 年，家电产量增速从 26.4%下降至 6.5%，公司净利润与钢铁板块净利润比值从 25.0%下降至 21.47%。

图 6: 公司业绩与汽车产量增速波动关联性较高



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 7: 公司业绩与家电产量增速波动具有关联性



数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 公司高管讲话明确提出 2023 年碳达峰，2050 年碳中和

宝武集团积极响应国家“抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条

件地方率先达峰”的号召，中国宝武党委书记、董事长陈德荣在 2021 年 1 月 20 日举行的中国宝武党委全会上宣告了中国宝武碳减排目标：“力争 2023 年实现二氧化碳排放达到峰值，2050 年实现碳中和”。

图 8：中国宝武减排目标



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

宝钢股份作为中国宝武集团重要成员，不仅承担重大生产任务，节能减排、贯彻落实可持续发展理念自是走在前列。

### 3. 公司碳中和实现方式

#### 3.1. 宏观政策：压缩产量+碳排放权配额

钢铁行业是碳排放的重要领域，钢铁行业低碳减排对全国实现碳达峰的目标至关重要。目前我国钢铁行业低碳减排政策主要有两种：

- **一是压缩钢铁产量。**工信部要求“进一步促进钢铁产量的压减，逐步建立以碳排放、污染物排放、能耗总量为依据的存量约束机制，研究制定相关工作方案，确保 2021 年全面实现钢铁产量同比的下降”。据此我们推断，低排放、低能耗的企业将会获得更宽松的钢铁产量限制。
- **二是实施碳排放权限额分配制度。**工信部和生态环境部都表示要将钢铁行业纳入碳交易市场中，限额二氧化碳排放。根据钢铁行业适用的历史强度限额分配法，在获配限额一定的条件下，钢铁企业不断降低产品能耗和碳排放量，将会为企业带来更宽松的钢铁产量限制。



表 2: 钢铁行业减碳相关政策事件梳理

时间	部门	事件	主要内容
2021 年 1 月 26 日	工信部	新闻发言人黄利斌表示, 工信部下一步主要从推进钢铁行业的兼并重组等四个方面促进钢铁产量的压减。	一是严禁新增钢铁产能; 二是完善相关的政策措施; 三是推进钢铁行业的兼并重组, 推动提高行业集中度; 四是坚决压缩钢铁产量。
2021 年 1 月 11 日	生态环境部	印发《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》	推动钢铁、建材、有色、化工、石化、电力、煤炭等重点行业提出明确的达峰目标并制定达峰行动方案。加快全国碳排放权交易市场制度建设、系统建设和基础能力建设, 以发电行业为突破口率先在全国上线交易, 逐步扩大市场覆盖范围。
2021 年 1 月 7 日	工信部	工信部将制定钢铁行业碳达峰路线图	工信部今年将实施工业低碳行动和绿色制造工程, 并制定钢铁、水泥等重点行业碳达峰行动方案和路线图。钢铁是今年碳达峰的重点行业。
2020 年 12 月 30 日	工信部	工信部部长肖亚庆: 坚决压缩粗钢产量, 确保粗钢产量同比下降	要围绕碳达峰、碳中和目标节点, 实施工业低碳行动和绿色制造工程。钢铁行业作为能源消耗密集型行业, 要坚决压缩粗钢产量, 确保粗钢产量同比下降。

数据来源: 中国钢铁工业协会, 工信部, 发改委, 东吴证券研究所

从上述政策事件中可以看到, 不论是减产还是配额, 钢铁企业的产量都和自身的碳排放、污染物排放、能耗总量等指标相关联, 因此我们推断, 在未来钢铁行业低碳减排政策不断落地的严监管环境下, **较低能耗和较低排放的环保型钢铁企业将会拥有长足的成长优势。**

### 3.2. 宝钢股份技术路线: 科技创新打通行业低碳发展路径

宝钢股份以降碳为源头治理的“牛鼻子”, 科学规划碳达峰及降碳行动方案, 并积极推动绿色布局、优化结构、节能提能、突破性低碳应用技术研发、构建循环经济产业链等深度脱碳项目。为尽早实现碳减排目标, 中国宝武将继续加大行动力度。

图 9: 中国宝武集团减排路线



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

- ✓ 以科技创新打通钢铁行业低碳发展路径。创立全球低碳冶金创新联盟，打造面向全球的低碳冶金创新技术交流平台；建立 1+N 开放式研发创新模式，开展钢铁工业前瞻性、颠覆性、突破性创新技术的研究；建设面向全球的低碳冶金创新试验基地，促进钢铁上下游产业链的技术合作，助推钢铁工业可持续发展。
- ✓ 以智慧化、精品化实现极致的碳利用效率。以数智化系统打破时空边界、跨越管理边界、推动工序互联共享，实现资源能源高效利用，为社会提供更绿色更优质钢铁及相关新型材料。

图 10: 中国宝武集团智慧化生产路线



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

- ✓ 优化能源结构、加大节能环保技术投入。不断提高天然气等清洁能源比例，加大太阳能、风能、生物质能等可再生能源利用，布局氢能产业，推进能源结构清洁低碳化；不断提高炉窑热效率、深挖余能回收潜力，提升能源转换和利用

效率，大幅降低能源消耗强度，严控能源消耗总量。

图 11: 国内氢冶金发展趋势

序号	单位名称	时间	进展	备注
1	宝武集团、中核集团和清华大学	2019年1月15日	签订《核能-制氢-冶金耦合技术战略合作框架协议》	开展超高温气冷堆核能制氢的研发，并与钢铁冶炼和煤化工工艺耦合，实现钢铁行业的二氧化碳超低排放和绿色制造
2	河钢集团、中国工程院战略咨询中心、中国钢研、东北大学	2019年3月	组建“氢能技术与产业创新中心”	氢能应用研究和科技成果转化平台，成为京津冀地区最具代表性和示范性的绿色、环保、可持续能源的倡导者和实施者
3	酒钢集团	2019年9月	氢冶金研究院	创立了“煤基氢冶金理论”“浅度氢冶金磁化焙烧理论”和“磁性物料风磁同步联选理论”，研发出相对应的前沿创新成果
4	天津荣程集团、陕鼓、西安翰海、韩城市政府	2019年10月	西部氢都、时代记忆、能源互联岛	国家级氢能源开发与供应基地，氢能源应用技术研发基地和国际国内氢能源技术交流与合作中心，中国氢能源之都
5	河钢集团与特诺恩集团签署谅解备忘录（MOU）	2019年11月	建设全球首例120万吨规模氢冶金示范工程	分布式绿色能源、低成本制氢、焦炉煤气净化、气体自重整、氢冶金、成品热送、二氧化碳脱除等全流程进行创新研发
6	中晋太行焦炉煤气直接还原铁项目（CSDRI）	2019年底调试	干重整制还原气 DRI	干重整技术优势：定制合成气 H <sub>2</sub> /CO 比
7	建龙集团内蒙古赛思普科技富氢熔融法（CISP）	2019年9月开工	高纯生铁项目	30万吨富氢熔融还原法高纯铸造生铁项目。改碳冶金为氢冶金

数据来源：冶金工业规划研究院，东吴证券研究所

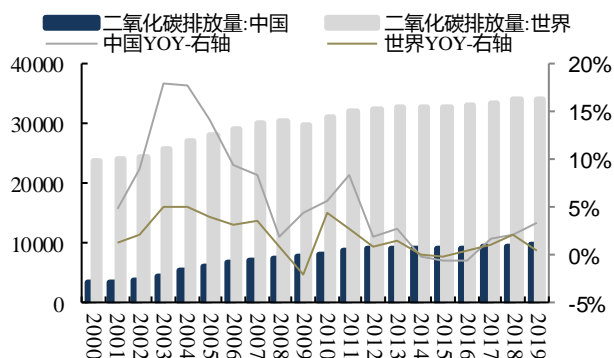
- ✓ 树立全员减碳意识。推动全体员工低碳生活养成，鼓励绿色出行、光盘行动、垃圾分类、植树造林、视频会议等低碳行动。

## 4. 宝钢股份：充分受益碳中和，行业龙头强者恒强

### 4.1. 钢铁行业排放：体量大，增速缓

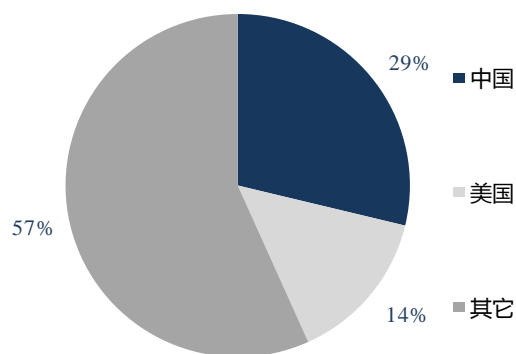
根据 BP 统计，2019 年，中国共计排放二氧化碳 98.3 亿吨，约占全球二氧化碳排放总量的 29%。2000-2019 年，我国、全球二氧化碳排放量年复合增速为 5.8%、1.9%。

图 12: 我国二氧化碳排放量增长较快 (单位: 百万吨)



数据来源: BP, 东吴证券研究所

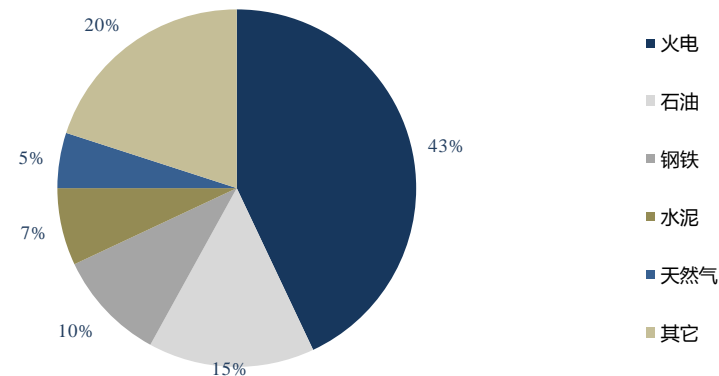
图 13: 我国二氧化碳排放全球占比 29% (2019 年)



数据来源: BP, 东吴证券研究所

根据智研咨询, 2018 年中国碳排放数量最大的行业依然是电力、石油、钢铁、水泥、天然气行业, 分别占总体碳排放的份额为 43%, 15%、10%、7%和 5%。

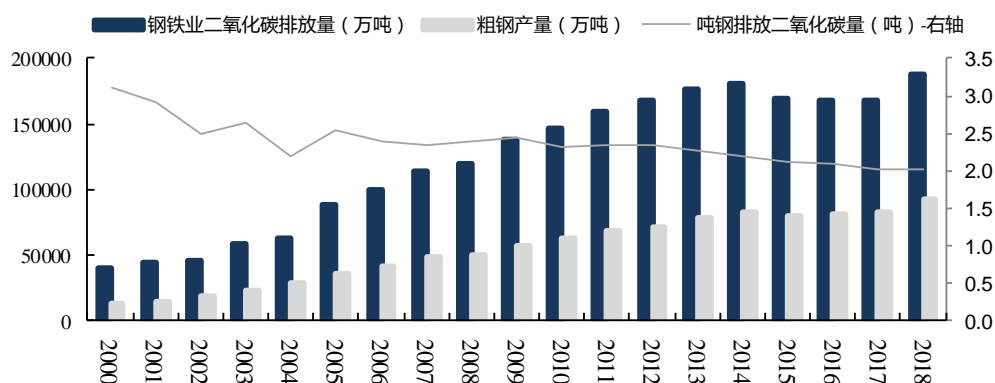
图 14: 我国碳排放量行业结构 (2018 年)



数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

随着环保政策不断趋严, 钢铁业二氧化碳排放量增长放缓。2018 年我国钢铁业二氧化碳排放量为 18.8 亿吨, 2000-2018 年复合增速为 9%, 但 2013-2018 年复增速仅为 1.3%; 吨钢排放也从 2000 年的 3 吨下降到 2018 年的 2 吨。

图 15: 我国钢铁业碳排放量增长趋缓, 吨钢排放下降



数据来源: wind, 东吴证券研究所

#### 4.2. 宝钢股份: 业内环保标杆, “碳中和”大背景下将充分受益

1) 公司走在低碳技术前沿。为助力碳减排, 公司密切追踪钢铁行业低碳工艺的前沿技术, 充分开展全流程技术节能、能源结构优化、煤气化工产品化等可持续性改善工作。采用了一大批强化传热、低品位余能回收、流体系统优化、工业炉窑节能等先进技术, 加强绿色产品的研制开发, 保证公司新能源、低碳燃料应用稳步发展。

表 3: 公司绿色技术应用项目

项目名称	项目应用技术	碳减排成果
三烧结 ORC 发电项目	回收利用烧结低温余热, 产生的热水和蒸汽在蒸发器内加热有机工质, 有机工质蒸汽使其蒸发, 进入透平机内膨胀做功带动发电机产生电能。最终将低品质能源 (低温废气) 转换为高品质能源 (电能)。	年可发电量可达 1191 万 kWh, 折合标煤 3811 吨, 实现减排二氧化碳 9528 吨。
工业园区内钢铁厂焦炉煤气制氢项目供化工企业项目	东山基地利用钢铁企业的副产焦炉煤气, 经过 PSA 工艺制取氢气, 供应附件的炼油企业和精细化工企业。	从全生命周期来看, 降低温室气体约 5 万吨 CO <sub>2</sub> 。
吉帕级高性能汽车钢板生命周期减排二氧化碳评价	宝钢股份采用生命周期评价方法, 基于宝钢 LCA 研究模型及数据库平台, 考虑了钢板制造阶段 (从铁矿石、煤炭开采生产到钢板制造完	吉帕级高性能汽车钢板相对于普通钢 (连退普冷板) 的减排量 215.4 万吨 CO <sub>2</sub> 。

价 成)、汽车零部件加工阶段、汽油生产阶段(从油井开采到汽油生产完成)、汽车行驶阶段以及报废回收与废钢循环阶段等生命周期过程。

数据来源: 公司 2019 年可持续发展报告, 东吴证券研究所

公司应用钢铁产品全生命周期评价的管理方法, 积极开发以高强钢、电工钢、涂镀产品及高耐候产品等高效钢材为代表的“环境友好产品”, 减少下游用户的钢材使用量, 延长钢材使用寿命, 提高社会资源的利用效率。

**表 4: 公司绿色低碳产品一览**

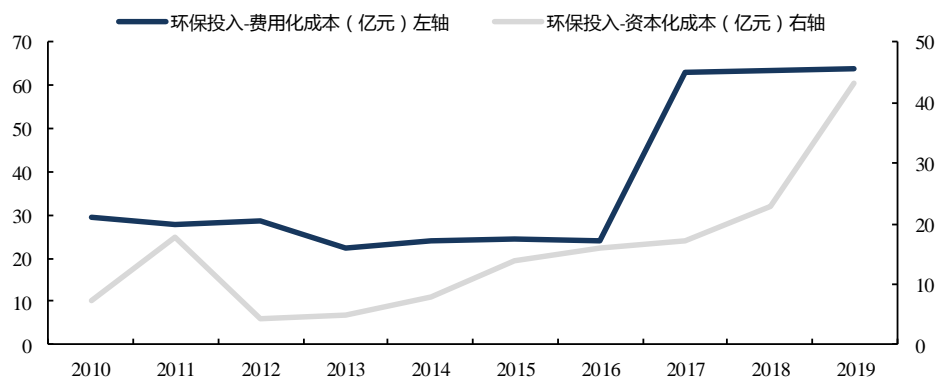
产品	产品特点	碳减排成果
涂镀产品	持续减薄, 实现碳减排绩效的不断优化	单个钢罐的碳排放总量减少 15%。
电工钢	比较全面地掌握取向和无取向硅钢制造的关键工艺技术路线, 实现批量生产, 通过高效电工钢取代普通牌号电工钢	实现变压器制造和使用过程碳排放总量减少 15%
高耐候产品	在具备同等的耐候性能条件下, 提高钢材强度。	实现箱体的高强减排、并提高集装箱在服役过程中的节能减排效果。宝钢金属波纹管目前已应用于综合管廊改造、海绵城市建设等市政工程领域, 宝钢城轨和高铁转向架用钢通过中车认证。

数据来源: 公司 2019 年可持续发展报告, 东吴证券研究所

公司积极参与上海市政府的碳排放交易试点工作, 出台了《宝钢股份碳资产管理办法》, 启动了碳成本核算数据系统项目, 加强碳排放的数据管理。公司积极配合做好全国碳市场启动的各项数据准备等基础工作。2019 年, 公司按期完成碳排放配额履约清缴工作。

2) 公司重视绿色产品研发和绿色厂区投资, 环保投入持续扩大。根据公司公告, 2019 年公司环保投入中费用化成本和资本化成本分别为 63.85 亿元和 43.30 亿元, 分别同比增长 0.39%和 89.66%。

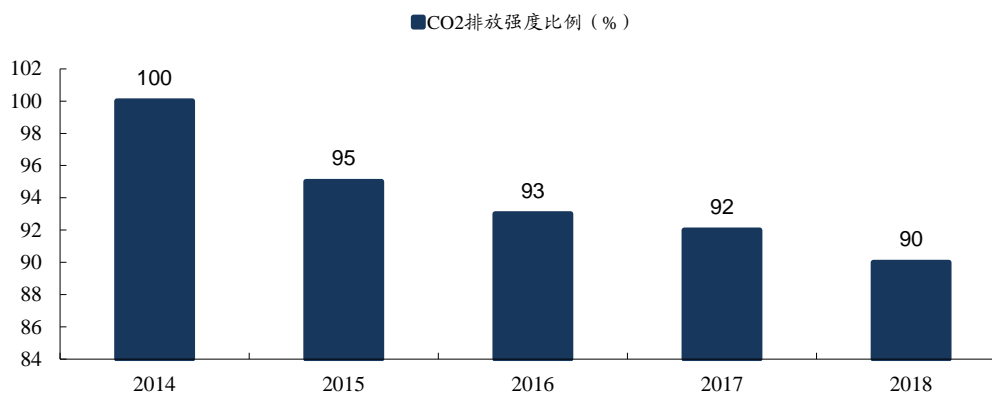
图 16: 公司环保投入持续扩大



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司在碳交易方面坚持低成本履约和不以盈利为目的的稳健碳资产管理原则, 2019年通过购买不锈钢公司全部剩余碳配额、邀请比价方式足额购买 CCER 并在二级市场出售部分配额的方式顺利完成履约, 配额出售收益已抵消全部购碳和会费成本。根据公司报告披露, 宝山基地吨钢二氧化碳排放量 2014-2018 年下降 10%, 环保成效明显。

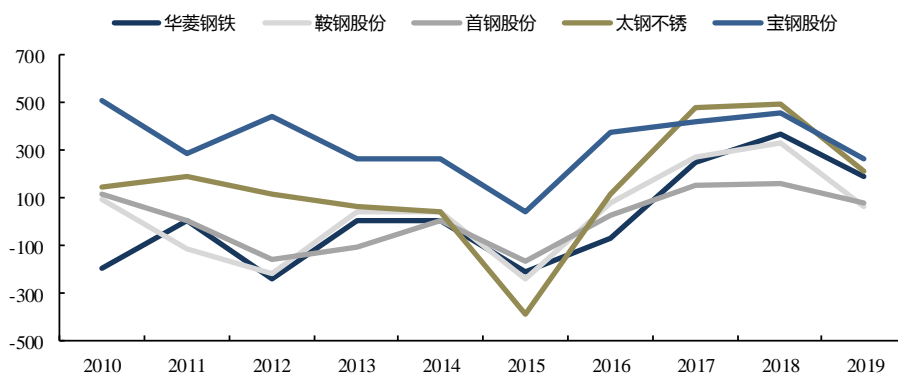
图 17: 吨钢 CO2 排放量变化 (以 2014 年为基准)



数据来源: 公司 2019 年可持续发展报告, 东吴证券研究所

3) 公司规模优势明显, 吨钢盈利领先同业。公司吨钢净利长期高于可比公司, 2019 年公司吨钢净利达到 265 元。

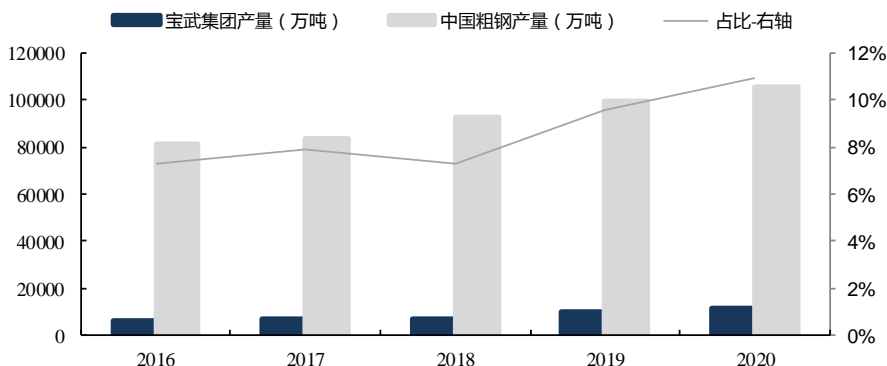
图 18: 公司吨钢净利最高 (单位: 元/吨)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

4) **背靠宝武集团, 尽享平台优势。**根据宝钢股份母公司宝武集团董事长陈德荣先生表示, 2020 年宝武集团产钢 1.15 亿吨, 占比全国 10.9%, 成为了中国首家实现亿吨年产量的钢铁集团, 为全球钢企粗钢产量之冠。

图 19: 宝武集团钢铁市占率逐步提升



数据来源: wind, 公司官网, 东吴证券研究所

**中国宝武集团从产业经营不断向资本经营转变。**中国宝武的钢铁业板块主要包括碳钢和不锈钢两大系列, 由碳钢板块的宝钢股份、马钢集团、八一钢铁、韶关钢铁、鄂城钢铁, 和不锈钢板块的宝钢德盛、宁波宝新、太钢集团组成。截止 2020 年末, 宝武集团拥有钢铁产能 1.15 亿吨, 为行业第一; 在供给受限情况下, 产能具备稀缺资源属性。



表 5: 宝武集团所收购公司

被收购公司	位置	收购时间
武钢股份	湖北	2017 年
韶关钢铁	广东	2011 年
马钢集团	安徽	2019 年
八一钢铁	新疆	2007 年
重庆钢铁	重庆	2019 年
太钢集团	山西	2020 年

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设:

1) 公司下游汽车、家电产销回暖, 汽车板、家电板将在 2020-2022 年出现供给缺口, 价格上涨; 公司作为汽车板、家电板龙头将率先受益;

2) 碳排放政策收紧, 钢铁行业供给收缩。根据工信部“钢铁产量压减是落实我国碳达峰、碳中和目标任务的重要举措”的论断, 我们认为钢铁行业未来难有新增产能, 甚至有望关停、淘汰落后产能。

3) 公司三号高炉顺利投产, 2021 年产量有望增加 10%。

表 6: 分业务营收预测 (单位: 百万元)

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
冷轧板卷	营收	95114.0	86351.0	90841.3	101288.0	107618.5
	YOY	8.4%	-9.2%	5.2%	11.5%	6.3%
	毛利率	16.3%	10.7%	12.7%	14.4%	16.6%
热轧板卷	营收	78987.0	75354.0	78933.3	85382.2	90197.7
	YOY	3.9%	-4.6%	4.8%	8.2%	5.6%
	毛利率	19.3%	10.2%	10.6%	11.8%	12.2%
钢管	营收	14106.0	14112.0	15806.9	16692.0	19049.0
	YOY	33.5%	0.0%	0.5%	5.6%	2.0%
	毛利率	12.7%	11.9%	12.0%	14.0%	14.1%
长材	营收	7891.0	8224.0	8322.7	9030.1	9292.0
	YOY	8.5%	4.2%	1.2%	8.5%	2.9%
	毛利率	17.9%	19.8%	19.8%	22.2%	22.2%

其它钢产品	营收	17137.0	17432.0	17780.6	19203.1	20355.3
	YOY	29.3%	1.7%	2.0%	8.0%	6.0%
	毛利率	21.0%	14.6%	14.8%	17.8%	20.1%
非钢业务	营收	91969.9	90584.5	99356.4	133878.0	139061.9
	YOY	-2.9%	-1.5%	9.7%	34.7%	3.9%
	毛利率	9.0%	9.9%	11.4%	14.7%	16.8%
合计	总营收	305204.9	292057.5	311041.2	365473.4	385574.4
	YOY	5.4%	-4.4%	6.5%	17.5%	5.5%
	毛利率	15.1%	11.0%	10.8%	12.4%	13.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

因此，公司 2020/2021/2022 年收入分别为 3110/3655/3856 亿元，对应增速分别为 6.5%/17.5%/5.5%；归母净利润分别为 127/200/220 亿元，增速分别为 2%/58%/10%。公司 2021/2022 年 PE 分别为 8.8x/8.0x，低于行业可比公司平均水平。考虑碳中和大背景下环保政策趋严，公司作为行业环保标杆有望充分受益；公司主要下游为工业消费品，将充分受益制造业上行；公司 2021/2022 年估值低于可比公司平均水平，我们认为公司有望迎来估值、业绩双升的局面，因此将公司 2021/2022 年归母净利润从 190/205 亿元上调至 200/220 亿元，维持公司“买入”评级。

表 7: 可比公司估值 (2021 年 3 月 5 日)

	证券代码	股价 (元)	P/E			EPS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
宝钢股份	600019.SH	7.93	13.9	8.8	8.0	0.57	0.90	0.99
太钢不锈	000825.SZ	3.91	15.6	15.6	14.5	0.25	0.25	0.27
华菱钢铁	000932.SZ	6.32	5.7	5.1	4.8	1.10	1.23	1.32
鞍钢股份	000898.SZ	3.71	18.6	14.3	14.8	0.20	0.26	0.25
均值			13.3	11.7	11.4	0.52	0.58	0.61

数据来源：wind (非加粗部分来自 wind 一直预期)，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

### 1) 下游汽车、家电回暖不及预期。

- ✓ 汽车方面，根据中汽协数据，汽车价格仍未企稳，超过四成汽车为降价销售，涨价销售比例不到两成，说明目前增长原因为经销商以价换量。因此整体需求

处于底部回升状态，但不排除后续需求低于预期。

- ✓ 家电方面，地产新增需求仍为家电主要需求。若后续地产调控政策收紧，商品房销售下滑，中期竣工低于预期，对应家电购置需求将受影响；海外疫情反复，海外订单下滑将对家电出口造成较大影响。
- 2) **原材料铁矿石价格上涨超预期。**铁矿石为炼钢最重要成本来源，占比 40%-50%；铁矿石价格自 2020 年 8 月有所下滑，但整体处于高位运行，不排除后续铁矿石价格上涨，压缩公司利润空间。
- 3) **环保政策收紧不及预期。**本文分析的一个重要假设是碳中和背景下，环保政策趋严对钢铁供给进行压缩。如果环保政策收紧不及预期，将会对整个行业供需格局产生不利影响，公司也无法充分受益作为环保标杆的龙头地位。

宝钢股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	130,564	146,110	157,008	166,271	<b>营业收入</b>	292,057	311,041	365,473	385,574
现金	13,439	18,807	16,288	24,301	减:营业成本	259,871	277,449	320,009	333,213
应收账款	11,505	16,800	18,631	25,054	营业税金及附加	1,266	1,431	1,974	2,480
存货	40,300	40,826	53,433	46,781	营业费用	3,381	3,608	4,020	5,012
其他流动资产	65,321	69,677	68,655	70,135	管理费用	14,446	14,152	16,008	18,816
<b>非流动资产</b>	209,069	207,267	223,610	216,964	研发费用	8,864	8,243	9,429	11,027
长期股权投资	19,393	20,716	22,186	23,753	财务费用	2,460	2,417	2,469	2,681
固定资产	147,436	144,639	158,965	151,883	资产减值损失	323	280	402	501
在建工程	8,468	8,082	8,492	7,588	加:投资净收益	3,700	3,498	3,552	3,695
无形资产	11,887	12,004	12,185	12,005	其他收益	574	429	536	533
其他非流动资产	21,885	21,826	21,782	21,735	资产处置收益	255	255	250	260
<b>资产总计</b>	339,633	353,377	380,618	383,234	<b>营业利润</b>	15,515	15,981	25,015	27,514
<b>流动负债</b>	132,587	141,360	156,402	146,966	加:营业外净收支	-521	-440	-456	-465
短期借款	13,068	15,000	14,034	14,517	<b>利润总额</b>	14,994	15,541	24,559	27,048
应付账款	43,586	49,917	59,084	53,804	减:所得税费用	1,525	1,865	2,947	3,246
其他流动负债	75,933	76,443	83,284	78,645	少数股东损益	1,046	965	1,598	1,762
<b>非流动负债</b>	15,830	13,366	11,971	9,072	<b>归属母公司净利润</b>	12,423	12,711	20,014	22,040
长期借款	11,008	8,565	7,159	4,266	EBIT	16,109	16,231	25,172	27,493
其他非流动负债	4,823	4,801	4,812	4,806	EBITDA	35,150	31,965	43,110	47,627
<b>负债合计</b>	148,417	154,726	168,373	156,039	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	13,163	14,128	15,725	17,488	每股收益(元)	0.56	0.57	0.90	0.99
归属母公司股东权益	178,053	184,522	196,520	209,708	每股净资产(元)	8.00	8.29	8.82	9.42
<b>负债和股东权益</b>	339,633	353,377	380,618	383,234	发行在外股份(百万股)	22274	22269	22269	22269
					ROIC(%)	9.1%	9.1%	13.2%	14.3%
					ROE(%)	7.0%	6.9%	10.2%	10.5%
					毛利率(%)	11.0%	10.8%	12.4%	13.6%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	4.3%	4.1%	5.5%	5.7%
经营活动现金流	29,504	26,661	40,237	31,481	资产负债率(%)	43.7%	43.8%	44.2%	40.7%
投资活动现金流	-22,229	-10,682	-30,096	-9,526	收入增长率(%)	-4.3%	6.5%	17.5%	5.5%
筹资活动现金流	-11,485	-10,611	-12,659	-13,943	净利润增长率(%)	-42.1%	1.5%	58.0%	10.1%
现金净增加额	-4,252	5,368	-2,519	8,012	P/E	14.21	13.89	8.82	8.01
折旧和摊销	19,041	15,734	17,938	20,133	P/B	0.99	0.96	0.90	0.84
资本开支	17,624	-3,103	14,863	-8,208	EV/EBITDA	5.89	6.26	4.70	4.07
营运资本变动	-1,132	-1,297	2,094	-11,020					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>