

公司研究

结构优化叠加持续挖潜，高业绩保障下龙头中期投资价值凸显

——宝钢股份（600019.SH）2021 年年报及 2022 年一季报点评

要点

事件：2021 年实现营收 3643.49 亿元，同比+28.4%，归母净利润 236.32 亿元，同比+86.42%；2021Q4 营收 861.27 亿元，环比-7.36%，同比+2.96%，归母净利润 20.42 亿元，环比-68.64%，同比-57.62%；2022Q1 营收 859.80 亿元，环比-0.17%，同比+3.78%；归母净利润 37.32 亿元，环比+82.78%，同比-30.41%。

2021 年公司钢材产量同比+1.5%，吨钢毛利+64%。2021 年度，钢材产品产量 4633 万吨，同比+1.5%，其中卷板产量为 3857 万吨，同比+5.41%，长材产量为 373 万吨，同比-6.05%；2021 年钢材产品吨钢毛利 765 元，同比+64%，其中卷板毛利为 907 元/吨，同比+68.4%，长材毛利为 124 元/吨，同比-72.3%。

短板基地挖潜成效显著，青山、梅山净利润创 5 年新高：公司针对青山、梅山基地执行 2021-2023 三年提升计划，2021 年，青山、梅山基地吨钢净利分别为 322、480 元/吨，同比增长 626%、528%，均值较宝山与东山基地吨钢净利均值低 300 元/吨左右。2021 年，青山、梅山基地净利润分别为 49.2、35.3 亿元，同比增长 657%、530%，创 2017 年以来新高水平。

2022 年东山基地三高炉投产，预计全年公司钢材销量同比+6.81%。湛江基地三号高炉（粗钢年产能 360 万吨）于 2022 年 1 月点火，公司 2022 年计划钢材销量为 4975 万吨，同比增长 6.81%，其中 2022 年 Q1 钢材销量为 1112 万吨，同比+5.85%，预计 Q2-Q4 钢材销量为 3863 万吨，同比+7.34%。

产品结构持续优化，公司硅钢结构优化一、二期项目有序开展。2021 年公司新建高牌号无取向硅钢线，计划 2023 年 2 月底开始全线热负荷试车，取向硅钢产品结构优化（二步）项目已立项。2022Q1 公司取向硅钢订单同比增长 15.4%，其中顶级牌号订单增长 176%，并积极开拓无取向硅钢市场，新能源驱动电机用无取向硅钢销量创历史新高，其中青山基地销量+157%。

高分红、高业绩保障提升公司中期投资价值。2021 年公司分红比例为 55.4%，对应 4 月 28 日股价计算股息率为 9.31%；根据 4 月 13 日外发报告《政策友好、估值偏低，坚定看好钢铁板块中期投资机会》，按股权激励行权条件计算得出 2022-2024 年公司归母扣非净利润分别为 151/166/182 亿元，对应 4 月 28 日股价计算得出 PE 为 9.3/8.5/7.7 倍。

盈利预测、估值与评级：由于钢铁行业成本大幅上行，我们下调宝钢股份 2022-2023 年盈利预测 36.14%、38.01%至 180.46、185.40 亿元，对应 EPS 为 0.81、0.83 元，新增 2024 年盈利预测为 193.43 亿元，对应 EPS 为 0.87 元，宝钢股份作为行业龙头，未来产品结构将持续优化，维持公司“增持”评级。

风险提示：钢材终端需求下滑；原料价格上涨；钢价上涨引发政府调控的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	283,674	364,349	335,721	345,176	352,939
营业收入增长率	-2.72%	28.44%	-7.86%	2.82%	2.25%
净利润（百万元）	12,677	23,632	18,046	18,540	19,343
净利润增长率	2.04%	86.42%	-23.64%	2.74%	4.33%
EPS（元）	0.57	1.06	0.81	0.83	0.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.88%	12.38%	8.87%	8.62%	8.55%
P/E	11	6	8	8	7
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-28

增持（维持）

当前价：6.32 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

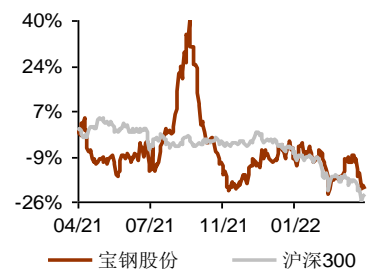
联系人：戴默

modai@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	222.68
总市值(亿元):	1407.36
一年最低/最高(元):	6.02/11.56
近 3 月换手率:	26.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.62	2.08	-3.20
绝对	-4.53	-13.31	-20.83

资料来源：Wind

相关研报

第三期股权激励计划出台，显著提升公司中期投资价值——宝钢股份（600019.SH）第三期 A 股限制性股票计划（草案）点评（2022-01-04）
 短板基地挖潜成效显著，二季度净利润创历史新高——宝钢股份（600019.SH）2021 年半年报点评（2021-08-28）
 四大因素有望推动公司盈利未来不断攀高峰——宝钢股份（600019.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评（2021-05-05）

表 1: 2015-2021 年公司年度主要财务指标 (亿元, %)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	1,638	1,855	2,891	3,048	2,916	2,837	3,643
同比增长	-12.6%	13.2%	55.9%	5.4%	-4.3%	-2.7%	28.4%
营业成本	1,493	1,619	2,484	2,591	2,599	2,529	3,160
毛利	145	236	407	457	317	307	483
毛利率	8.9%	12.7%	14.1%	15.0%	10.9%	10.8%	13.3%
销售费用	21.5	22.7	33.7	34.9	33.8	29.3	17.2
管理费用	72.9	75.9	42.8	59.3	55.8	43.4	44.0
财务费用	23.9	21.9	33.7	43.7	24.6	14.6	17.9
研发费用			53.5	70.3	88.6	87.3	113.7
期间费用率	7.2%	6.5%	5.7%	6.8%	7.0%	6.2%	5.3%
税前利润	19	115	240	278	150	160	307
税前利润率	1.1%	6.2%	8.3%	9.1%	5.1%	5.6%	8.4%
净利润	7	92	204	233	135	140	265
所得税率	61.5%	20.1%	15.1%	16.3%	10.2%	12.7%	13.9%
归母净利润	10	90	192	216	124	127	236
同比增长率	-83%	785%	114%	12.5%	-42%	2.0%	86%
扣非净利润	10.9	89.9	179.9	206.3	110.6	124.3	235

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 2: 2020Q1-2022Q1 公司季度主要财务指标 (亿元, %)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
主营业务收入	599.73	697.99	702.51	836.52	836.07	1,016.45	929.70	861.27	859.80
同比增长率	-8%	-8%	-8%	12%	39%	46%	32%	3%	4%
毛利	62.66	63.05	90.51	91.13	121.42	173.91	136.31	51.37	82.39
毛利率	10.45%	9.03%	12.88%	10.89%	14.52%	17.11%	14.66%	5.96%	9.58%
销售费用	6.70	7.18	6.66	8.79	6.42	7.97	7.26	-4.44	3.93
财务费用	4.46	3.43	3.18	3.55	3.94	3.56	4.63	5.75	4.23
管理费用	11.10	9.52	9.85	12.98	13.76	10.43	10.22	9.56	9.88
研发费用	16.69	18.02	19.28	33.28	24.15	32.13	32.43	24.99	27.37
期间费用率	6.49%	5.46%	5.55%	7.01%	5.77%	5.32%	5.87%	4.16%	5.28%
税前利润	23.07	35.08	53.05	49.02	75.03	130.00	86.28	15.77	51.45
归属母公司净利润	15.36	24.66	38.57	48.18	53.59	97.20	65.12	20.42	37.32
净利率	2.56%	3.53%	5.49%	5.76%	6.41%	9.56%	7.00%	2.37%	4.34%
同比增长率	-44%	-29%	44%	36%	249%	294%	69%	-58%	-30%
扣非净利润	16.60	23.80	37.99	45.95	52.04	93.67	64.39	25.15	34.93

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 3: 2017-2021 年宝钢股份四个基地净利润 (亿元)

	持股比例 (%)	2017	2018	2019	2020	2021
上海宝山等	100%	151.83	146.08	108.39	100.05	132.95
武汉青山	100%	5.9	18.3	1.7	6.5	49.2
湛江东山	90%	23.1	42.1	21	27.7	47.1
南京梅山	77.04%	23.2	26.3	3.6	5.6	35.3

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	283,674	364,349	335,721	345,176	352,939
营业成本	252,938	316,048	297,497	302,779	309,039
折旧和摊销	18,286	18,791	20,454	20,793	21,151
税金及附加	1,281	1,432	1,343	1,381	1,412
销售费用	2,933	1,720	1,585	3,624	3,741
管理费用	4,345	4,396	4,051	5,350	5,647
研发费用	8,726	11,371	10,477	10,700	11,118
财务费用	1,462	1,788	1,352	767	555
投资收益	3,140	3,975	3,605	3,574	3,718
营业利润	16,955	32,563	24,550	25,430	26,685
利润总额	16,022	30,708	23,750	24,630	25,885
所得税	2,036	4,253	3,978	4,138	4,374
净利润	13,985	26,455	19,772	20,492	21,510
少数股东损益	1,309	2,823	1,726	1,952	2,167
归属母公司净利润	12,677	23,632	18,046	18,540	19,343
EPS(元)	0.57	1.06	0.81	0.83	0.87

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	28,084	59,869	59,470	31,103	35,599
净利润	12,677	23,632	18,046	18,540	19,343
折旧摊销	18,286	18,791	20,454	20,793	21,151
净营运资金增加	9,711	2,823	-21,938	8,048	4,346
其他	-12,590	14,623	42,909	-16,277	-9,240
投资活动产生现金流	-13,388	-27,034	1,745	-6,426	-6,282
净资本支出	-18,411	-21,488	-10,000	-10,000	-10,000
长期投资变化	20,768	25,920	0	0	0
其他资产变化	-15,745	-31,466	11,745	3,574	3,718
融资活动现金流	-13,702	-31,344	-17,852	-7,687	-8,752
股本变化	-5	-1	0	0	0
债务净变化	8,466	8,853	-10,933	0	0
无息负债变化	-401	4,342	-7,961	-3,614	-3,911
净现金流	1,204	1,468	43,363	16,989	20,566

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	10.8%	13.3%	11.4%	12.3%	12.4%
EBITDA 率	11.4%	13.7%	12.5%	12.4%	12.4%
EBIT 率	4.9%	8.5%	6.4%	6.4%	6.4%
税前净利润率	5.6%	8.4%	7.1%	7.1%	7.3%
归母净利润率	4.5%	6.5%	5.4%	5.4%	5.5%
ROA	3.9%	7.0%	5.3%	5.3%	5.4%
ROE (摊薄)	6.9%	12.4%	8.9%	8.6%	8.6%
经营性 ROIC	6.0%	13.1%	10.3%	10.8%	11.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	44%	45%	40%	38%	36%
流动比率	1.13	1.09	1.37	1.60	1.84
速动比率	0.83	0.73	1.08	1.27	1.50
归母权益/有息债务	5.10	4.24	5.96	6.31	6.63
有形资产/有息债务	9.36	8.05	10.50	10.81	11.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	356,225	380,398	375,708	385,666	395,068
货币资金	16,889	20,046	63,409	80,399	100,964
交易性金融资产	2,828	3,519	2,900	2,822	2,739
应收账款	9,631	12,246	11,284	11,602	11,863
应收票据	1,055	14,970	1,007	690	1,129
其他应收款 (合计)	2,451	2,026	2,360	2,463	2,487
存货	39,357	49,490	34,225	37,887	37,155
其他流动资产	65,555	39,235	39,235	39,235	39,235
流动资产合计	146,412	149,355	162,948	183,622	204,113
其他权益工具	802	1,155	1,155	1,155	1,155
长期股权投资	20,768	25,920	25,920	25,920	25,920
固定资产	140,204	146,161	133,300	120,539	107,747
在建工程	17,731	13,761	15,570	16,928	17,946
无形资产	12,019	12,082	11,679	11,290	10,914
商誉	561	516	516	516	516
其他非流动资产	2,048	6,995	6,995	6,995	6,995
非流动资产合计	209,813	231,043	212,760	202,044	190,956
总负债	156,482	169,677	150,783	147,169	143,258
短期借款	12,450	10,933	0	0	0
应付账款	34,291	47,465	44,679	45,472	46,413
应付票据	10,355	11,252	10,592	10,780	11,003
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	36,683	25,369	25,369	25,369	25,369
流动负债合计	129,089	137,404	118,682	115,018	111,207
长期借款	10,363	14,773	14,773	14,773	14,773
应付债券	12,000	8,000	8,000	8,000	8,000
其他非流动负债	3,989	7,480	7,480	7,480	7,480
非流动负债合计	27,394	32,273	32,100	32,150	32,050
股东权益	199,743	210,721	224,925	238,497	251,810
股本	22,269	22,268	22,268	22,268	22,268
公积金	86,801	89,269	89,269	89,269	89,269
未分配利润	76,703	84,170	96,648	108,268	119,414
归属母公司权益	184,371	190,934	203,412	215,032	226,178
少数股东权益	15,371	19,787	21,513	23,465	25,632

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.03%	0.47%	0.47%	1.05%	1.06%
管理费用率	1.53%	1.21%	1.21%	1.55%	1.60%
财务费用率	0.52%	0.49%	0.40%	0.22%	0.16%
研发费用率	3.08%	3.12%	3.12%	3.10%	3.15%
所得税率	13%	14%	17%	17%	17%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.30	0.25	0.31	0.37	0.39
每股经营现金流	1.26	2.69	2.67	1.40	1.60
每股净资产	8.28	8.57	9.13	9.66	10.16
每股销售收入	12.74	16.36	15.08	15.50	15.85

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	11	6	8	8	7
PB	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.7	3.9	3.4	3.1	2.6
股息率	4.7%	4.0%	4.9%	5.8%	6.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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见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版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE