

公司研究/年报点评

2019年04月25日

黑色金属/钢铁 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.23
合理价格区间(元): 8.66~9.10

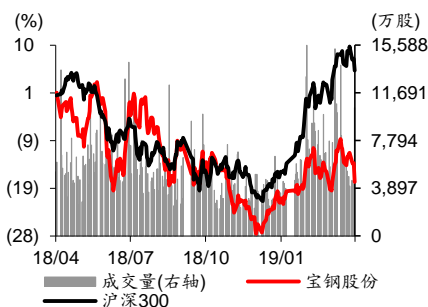
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

1 《宝钢股份(600019,买入): 汽车板全球第三, 一体两翼起飞》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

2018年盈利创上市新高

宝钢股份(600019)

2018年盈利216亿元, 创上市新高

2019年4月24日, 公司发布2018年年报及2019年一季报: 2018年实现营收3052亿元 (YoY+5.4%)、归属于母公司股东净利润216亿元 (YoY+12.5%); 2018Q4实现营收796亿元 (YoY+20.4%, QoQ+3.5%)、归属于母公司股东净利润58亿元 (YoY-22.5%, QoQ+1.4%); 2019Q1实现营收655亿元 (YoY-3.1%, QoQ-17.7%)、归属于母公司股东净利润27亿元 (YoY-45.7%, QoQ-53.1%)。2018年公司业绩基本符合预期, 2019Q1业绩低于预期或因同期汽车销量同比降11%影响, 故下调业绩预测, 预计公司19-21年EPS分别为0.70/0.71/0.76元, 维持“买入”评级。

费用变动影响公司2018年业绩

2018年, 资产减值损失2.3亿元, 同比减8.9亿元, 主要因存货跌价损失大幅下降; 公允价值变动净收益1.9亿元, 同比增3.7亿元; 管理费用59.3亿元, 同比增16.5亿元; 财务费用43.7亿元, 同比增10亿元, 主要因人民币贬值导致汇兑损失14.6亿元, 同比增16.2亿元; 研发费用70.3亿元, 同比增16.8亿元, 共减少税前利润48.4亿元。2018年公司拟派发现金股利0.5元/股 (含税), 预计分红111亿元, 股息率为6.6% (2019.4.24)。2018年公司削减成本38.6亿元, 超额完成23亿元目标。

成本削减力度减弱影响公司2018Q4业绩

2018Q4 (欧冶云商于2017年8月划出, 同比无法比较), 公司资产减值损失2.3亿元, 环比增2.2亿元, 公允价值变动净收益-2.9亿元, 环比减4.5亿元, 管理费用9.5亿元, 环比减10.9亿元, 财务费用6.7亿元, 环比减8.6亿元, 研发费用24.5亿元, 同比增6.3亿元, 共增加税前利润6.4亿元。2018Q4公司成本削减力度有所放缓, 净增加0.2亿元, 环比减少7.8亿元。

汽车行业不及预期、原材料价格上行拖累2019Q1业绩

2019Q1, 公司坯材销量1115万吨, 同比增2.1%, 环比减13.4%。一季度公司业绩同比、环比下行或因汽车销量不及预期, 及原材料价格上行。2019Q1汽车销量同比降11.3%, 环比下行16%, 需求下行明显; 且2019年铁矿石已现供给拐点, VALE矿难加剧短缺, 2019Q1铁矿石加权均价为673元/吨, 同比增82元/吨, 环比增28元/吨, 推高公司成本。

2019年业绩或承压, 维持公司“买入”评级

汽车行业未来需求仍待观察, 且矿价上行带来成本压力, 我们判断2019年公司产品价格下行, 公司业绩或承压。我们预计公司2019-2021年EPS为0.70、0.71、0.76元, 对应PE为10.9、10.7、9.9; 前期预测2019、2020年EPS为0.75、0.78元。可比公司PB (2019E) 平均值为0.92, 给予公司2019年1-1.05倍PB估值, 2019年预测BPS为8.66元, 对应目标价8.66~9.10元, 维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求低迷对钢铁行业的影响, 铁矿石价格上涨超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	22,276
流通A股 (百万股)	22,101
52周内股价区间 (元)	6.33-9.24
总市值 (百万元)	161,056
总资产 (百万元)	340,804
每股净资产 (元)	8.04

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	289,498	305,205	286,702	287,744	291,380
+/-%	17.48	5.43	(6.06)	0.36	1.26
归属母公司净利润 (百万元)	19,170	21,565	15,521	15,806	17,019
+/-%	111.22	12.49	(28.03)	1.83	7.67
EPS (元, 最新摊薄)	0.86	0.97	0.70	0.71	0.76
PE (倍)	8.78	7.81	10.85	10.65	9.89

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: 公司钢材产量及销量

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
冷轧板	产	1705	1845	1839	1858	1876
	销	1724	1852	1839	1858	1876
热轧板	产	2101	2027	2027	2047	2068
	销	2134	2054	2027	2047	2068
钢管	产	197	224	225	227	230
	销	213	222	225	227	230
长材	产	171	180	181	183	185
	销	173	179	181	183	185
其他钢铁产品	产	364	399	401	403	405
	销	546	403	401	403	405
合计	产	4538	4675	4673	4718	4763
	销	4790	4710	4673	4718	4763

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 单位: 万吨

图表2: 公司钢材产量及销量(前期假设)

		2017	2018E	2019E	2020E	2021E
冷轧板	产	1705	1739	1756	1774	1792
	销	1724	1739	1756	1774	1792
热轧板	产	2101	2143	2164	2186	2208
	销	2134	2143	2164	2186	2208
钢管	产	197	201	203	205	207
	销	213	201	203	205	207
长材	产	171	175	177	178	180
	销	173	175	177	178	180
其他钢铁产品	产	364	371	375	378	382
	销	546	371	375	378	382
合计	产	4538	4629	4675	4722	4769
	销	4790	4629	4675	4722	4769

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 单位: 万吨; 本核心假设表格为前期预测用, 具体见前期公司相关报告《宝钢股份: 汽车板全球第三, 一体两翼起飞》

图表3: 公司产品价格

产品(元/吨)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
冷轧板	5088	5136	5092	5192	5088
热轧板	3562	3846	3621	3701	3562
钢管	4961	6354	5973	5855	4961
长材	4214	4408	4069	4019	4214
其他钢铁产品	2427	4252	4006	4027	2427
平均价	4068	4527	4364	4432	4466

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司产品价格(前期假设)

产品(元/吨)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
冷轧板	5088	5399	5444	5505	5526
热轧板	3562	4141	4034	4049	4056
钢管	4961	5257	4988	4869	4824
长材	4214	4504	4372	4292	4244
其他钢铁产品	2427	3073	2903	2924	2937
平均价	4068	4590	4527	4550	4559

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 本核心假设表格为前期预测用, 具体见前期公司相关报告《宝钢股份: 汽车板全球第三, 一体两翼起飞》

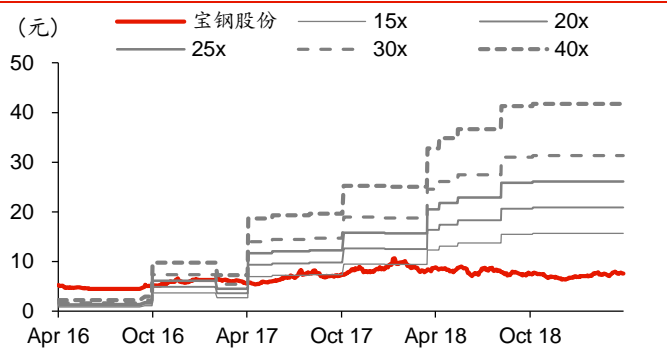
图表5: 可比钢铁上市公司 PB (2019E) 比较

证券代码	证券简称	PB (2019E)
000898.SZ	鞍钢股份	0.72
000932.SZ	华菱钢铁	1.08
600808.SH	马钢股份	0.94
	可比公司均值	0.92

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 可比公司 PB (2019E) 采用 2019 年 4 月 24 日 wind 一致预测

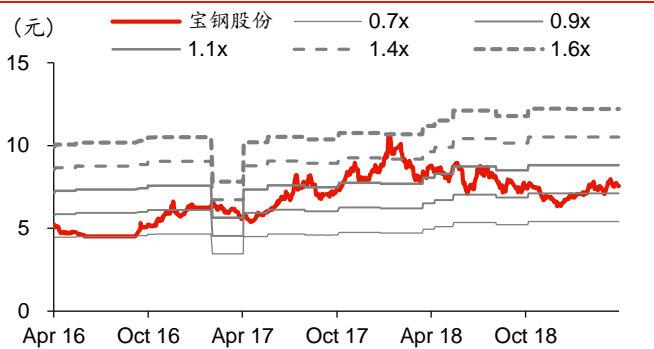
PE/PB - Bands

图表6: 宝钢股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	133,293	120,089	162,489	171,561	193,391
现金	17,857	16,959	58,228	68,056	89,064
应收账款	12,079	12,696	11,962	11,994	12,149
其他应收账款	2,760	3,176	3,446	3,303	3,397
预付账款	8,018	6,328	6,809	6,613	6,740
存货	39,488	41,505	40,234	40,412	40,721
其他流动资产	53,090	39,424	41,810	41,183	41,319
非流动资产	216,942	215,052	210,457	205,455	199,342
长期投资	17,286	18,985	18,219	18,474	18,389
固定投资	154,222	150,718	148,930	138,458	129,244
无形资产	12,384	12,314	11,822	11,316	10,815
其他非流动资产	33,050	33,035	31,487	37,206	40,894
资产总计	350,235	335,141	372,946	377,015	392,733
流动负债	163,207	133,303	128,865	128,384	128,449
短期借款	60,282	38,324	44,980	46,021	46,509
应付账款	8,436	7,663	7,815	7,720	7,823
其他流动负债	94,488	87,316	76,070	74,643	74,117
非流动负债	12,556	12,592	37,624	33,019	38,359
长期借款	413.37	5,610	7,610	10,676	13,386
其他非流动负债	12,142	6,982	30,014	22,343	24,973
负债合计	175,762	145,896	166,489	161,404	166,808
少数股东权益	10,040	12,483	13,508	14,617	15,814
股本	22,268	22,268	22,268	22,268	22,268
资本公积	48,715	49,582	49,582	49,582	49,582
留存公积	94,344	105,889	121,100	129,145	138,261
归属母公司股东权益	164,433	176,763	192,949	200,995	210,110
负债和股东权益	350,235	335,141	372,946	377,015	392,733

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	33,077	45,606	16,406	43,910	36,119
净利润	20,403	23,278	16,547	16,915	18,216
折旧摊销	18,353	19,179	18,828	20,226	21,427
财务费用	3,370	4,366	2,223	2,463	2,370
投资损失	(3,042)	(4,123)	(4,663)	(4,483)	(4,543)
营运资金变动	(7,943)	2,895	(16,387)	8,667	(1,100)
其他经营现金	1,936	10.98	(143.34)	122.05	(251.23)
投资活动现金	(11,724)	(4,186)	(11,796)	(10,128)	(10,711)
资本支出	13,277	12,760	15,000	15,000	15,000
长期投资	3,763	(5,881)	(589.69)	213.23	(71.08)
其他投资现金	5,317	2,692	2,614	5,085	4,218
筹资活动现金	(14,382)	(45,161)	36,660	(23,955)	(4,399)
短期借款	8,202	(21,958)	6,656	1,041	488.46
长期借款	(545.33)	5,197	2,000	3,066	2,710
普通股增加	5,818	(0.20)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(5,078)	867.10	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(22,778)	(29,266)	28,004	(28,062)	(7,598)
现金净增加额	6,891	(3,845)	41,269	9,827	21,009

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	289,498	305,205	286,702	287,744	291,380
营业成本	248,425	259,085	251,799	252,698	254,705
营业税金及附加	1,880	1,623	1,723	1,663	1,707
营业费用	3,366	3,493	3,444	3,412	3,422
管理费用	9,632	12,957	11,809	11,258	11,431
财务费用	3,370	4,366	2,223	2,463	2,370
资产减值损失	1,125	231.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(184.14)	189.69	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,042	4,123	4,663	4,483	4,543
营业利润	24,924	28,183	20,365	20,732	22,289
营业外收入	274.53	311.56	331.97	315.59	320.38
营业外支出	1,164	678.81	816.95	828.67	799.79
利润总额	24,035	27,816	19,880	20,219	21,810
所得税	3,632	4,538	3,334	3,304	3,594
净利润	20,403	23,278	16,547	16,915	18,216
少数股东损益	1,233	1,713	1,025	1,109	1,197
归属母公司净利润	19,170	21,565	15,521	15,806	17,019
EBITDA	46,648	51,728	41,417	43,421	46,086
EPS (元, 基本)	0.86	0.97	0.70	0.71	0.76

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	17.48	5.43	(6.06)	0.36	1.26
营业利润	109.11	13.08	(27.74)	1.80	7.51
归属母公司净利润	111.22	12.49	(28.03)	1.83	7.67
获利能力 (%)					
毛利率	14.19	15.11	12.17	12.18	12.59
净利率	6.62	7.07	5.41	5.49	5.84
ROE	11.66	12.20	8.04	7.86	8.10
ROIC	11.48	14.85	9.46	10.54	11.51
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.18	43.53	44.64	42.81	42.47
净负债比率 (%)	46.14	33.65	37.90	35.56	36.33
流动比率	0.82	0.90	1.26	1.34	1.51
速动比率	0.56	0.58	0.93	1.01	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.89	0.81	0.77	0.76
应收账款周转率	19.33	21.50	20.35	21.02	21.12
应付账款周转率	11.45	32.19	32.54	32.53	32.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.97	0.70	0.71	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	2.05	0.74	1.97	1.62
每股净资产(最新摊薄)	7.38	7.94	8.66	9.03	9.44
估值比率					
PE (倍)	8.78	7.81	10.85	10.65	9.89
PB (倍)	1.02	0.95	0.87	0.84	0.80
EV_EBITDA (倍)	3.87	3.49	4.36	4.16	3.92

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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。

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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

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力。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。

本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。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

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

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