

投资评级 优于大市 维持

归母净利环比下行，削减成本效果显著

股票数据

10月25日收盘价(元)	5.82
52周股价波动(元)	5.74-8.00
总股本/流通A股(百万股)	22274/22101
总市值/流通市值(百万元)	129637/128628

相关研究

- 《二季度盈利环比改善，成本削减效果显著》
2019.08.24
- 《盈利高位回落，预计19Q2业绩环比改善》
2019.05.04
- 《盈利维持高位，18Q3归母净利润环比增15%》
2018.11.01

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.2	-1.7	-7.5
相对涨幅(%)	-3.8	-3.7	-8.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘彦奇

Tel:(021)23219391

Email:liuyq@htsec.com

证书:S0850511010002

分析师:施毅

Tel:(021)23219480

Email:sy8486@htsec.com

证书:S0850512070008

分析师:周慧琳

Tel:(021)23154399

Email:zh11756@htsec.com

证书:S0850519090001

投资要点:
事件:

- **公司公布2019年三季报，前三季度实现归母净利润88.74亿元。**公司前三季度实现营业收入2168.76亿元，同比减少3.75%，实现归母净利润88.74亿元，同比减少43.65%。其中公司第三季度实现营业收入760亿元，同比降1.02%，环比升0.66%，实现归母净利润26.87亿元，同比下降53.17%，环比下降22.36%。

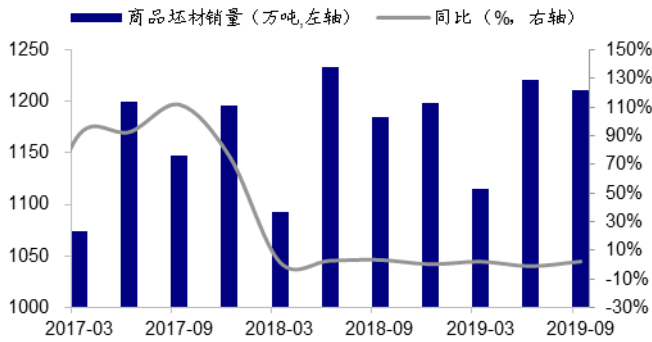
点评:

- **公司前三季度完成商品坯材销量3545.8万吨，同比增0.97%。**公司前三季度产铁3462.3万吨，产钢3672.3万吨，实现商品坯材销量3545.8万吨，同比分别为0.42%、0.97%、0.97%。其中第三季度完成铁产量1179.6万吨，产钢1243.7万吨，实现商品坯材销量1210.6万吨，同比分别为0.73%、0.18%、2.12%，公司整体产销保持稳定。
- **成本上升，吨钢盈利下行。**三季度钢价整体区间震荡，均价环比略有下行，叠加7月初铁矿石价格达到高点，随后虽逐渐回落，但按照三季度均值来看依旧环比二季度上升，使得钢企盈利承压。公司三季度吨钢毛利634元，环比约下行13%，吨钢净利241元，环比约下行21%。
- **削减成本成效显著，前三季度已完成全年目标。**公司年初设立2019年成本削减目标为22.8亿元，截止三季度公司已累计成本削减47.7亿元，超额完成全年削减成本目标。我们认为在行业整体盈利趋势下行阶段，公司对于成本的管控能力将是决企业盈利差别的关键因素。
- **期间费用率继续回落，资产负债率维持稳定。**公司期间费用率回落至6.25%，其中管理费用率降至4.25%。同比去年同期，公司财务费用减少17.8亿元，主要源于汇兑损失及利息费用的减少。截止三季度末，公司资产负债率为45.56%，与上季度基本持平，负债水平保持稳定。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司2019-2021年EPS为0.62、0.60、0.62元，按10月25日收盘价5.82元计算PE分别为9.44、9.67、9.43倍，对应2019年PB为0.71倍。参考可比公司，给予其2019年0.9-1.0倍PB，合理价值区间7.39-8.21元，对应2019年PE11.98-13.31倍，维持“优于大市”评级。**风险提示。**汽车家电产销低迷；汽车板竞争加剧；宝武协同不达预期。

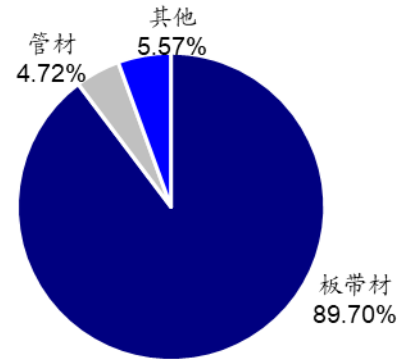
主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	289498	305205	295227	289552	290520
(+/-)YoY(%)	17.5%	5.4%	-3.3%	-1.9%	0.3%
净利润(百万元)	19170	21565	13734	13412	13748
(+/-)YoY(%)	111.2%	12.5%	-36.3%	-2.3%	2.5%
全面摊薄EPS(元)	0.86	0.97	0.62	0.60	0.62
毛利率(%)	14.1%	15.1%	11.8%	11.7%	11.7%
净资产收益率(%)	11.7%	12.2%	7.5%	7.1%	7.1%

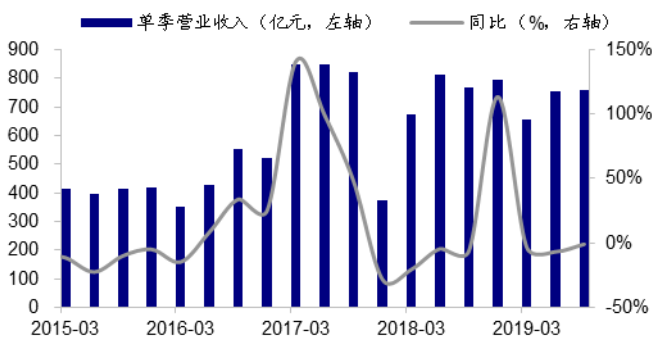
 资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 公司单季度商品坯材销量变化情况


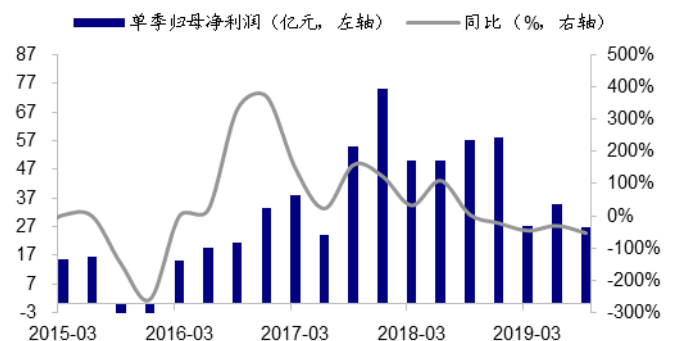
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 公司 2019 前三季度公司钢材分品种产量占比


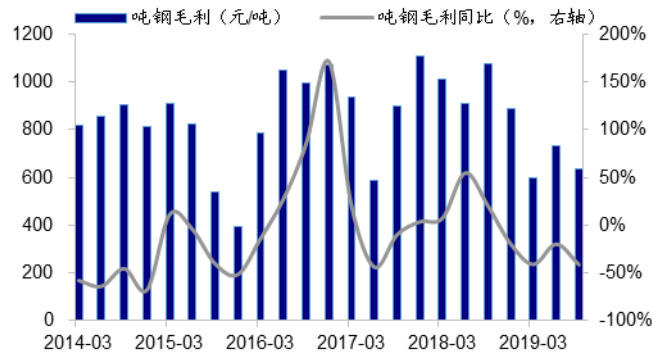
资料来源: 公司 2019 年三季报, 海通证券研究所

图3 公司单季度营业收入变化


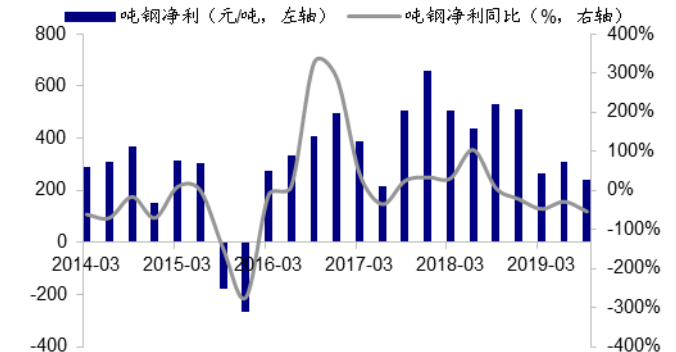
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司单季度归母净利润变化


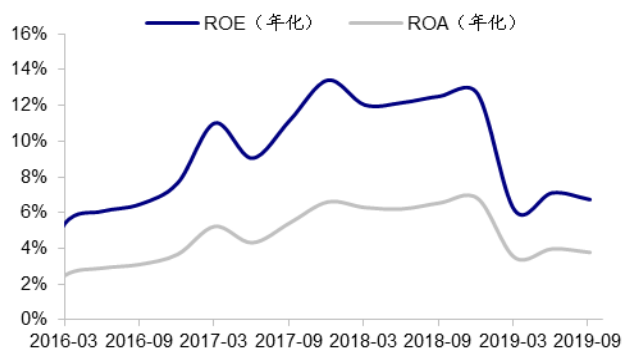
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 公司单季度吨钢毛利变化情况


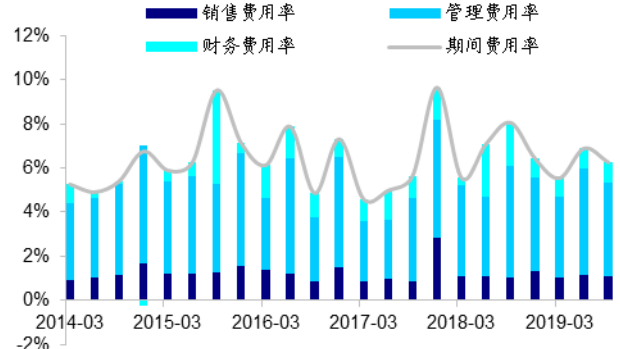
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 公司单季度吨钢净利变化情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

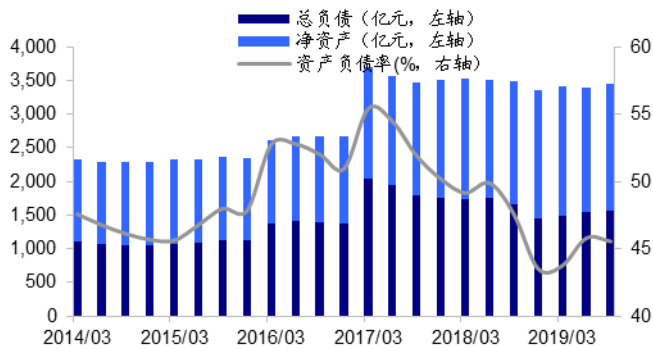
图7 公司年化 ROA 和 ROE 变化情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 公司单季度期间费用率变化情况


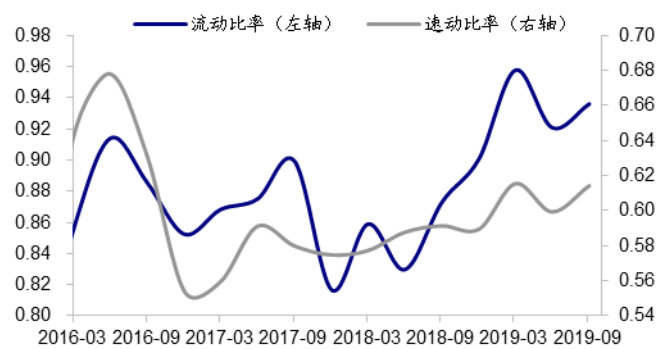
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 公司单季度资产负债率变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 公司单季度流动比率与速动比率变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 公司分品种钢材模拟盈利 (元/吨) 变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

注:原料成本采用滞后两周的价格进行测算

表 1 主营业务预测假设

	2019E	2020E	2021E
销量假设	随着湛江 1550 冷轧线逐步达产, 冷轧产品占比继续提升; 钢管和长材销量稳定	钢材销量稳定	湛江 3 号高炉投产, 冷热轧板卷产量增加
价格假设	钢材销售均价回落, 钢管产品受益于下游油气行业投资回升销售均价同比上升	钢材销售均价稍有下降; 钢管价格稳定	钢材销售均价稍有下降; 钢管价格稳定
毛利假设	钢材毛利率回落; 钢管盈利能力同比提升	毛利率稳定	毛利率稳定

资料来源: 海通证券研究所

表 2 可比公司估值情况 (2019-10-25 收盘价)

证券代码	公司名称	股价 (元)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			PB (倍)
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E
000709.SZ	河钢股份	2.52	0.20	0.22	0.24	12.43	11.70	10.71	0.50
000959.SZ	首钢股份	3.39	0.33	0.39	0.41	10.23	8.76	8.22	0.68
600782.SH	新钢股份	4.55	1.12	1.19	1.23	4.05	3.84	3.69	0.66
600282.SH	南钢股份	3.26	0.81	0.81	0.84	4.04	4.03	3.88	0.80
000932.SZ	华菱钢铁	4.14	1.10	1.09	1.13	3.76	3.78	3.65	0.79
	均值		0.71	0.74	0.77	6.90	6.42	6.03	0.69
600019.SH	宝钢股份	5.82	0.62	0.60	0.62	9.44	9.67	9.43	0.71

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司估值来源于 wind 一致预期。

表 3 主营业务分项预测表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
冷轧碳钢板卷					
销量(万吨)	1724	1852	1889	1889	1936
平均售价(元/吨)	5088	5136	4879	4733	4638
收入(亿元)	877.21	951.14	921.65	894.01	898.03
成本(亿元)	735.12	796.23	820.27	795.66	799.24
吨毛利(元/吨)	824	836	537	521	510
热轧碳钢板卷					
销量(万吨)	2134	2054	2013	2013	2083
平均售价(元/吨)	3562	3846	3653	3544	3473
收入(亿元)	760.11	789.87	735.37	713.31	723.51
成本(亿元)	613.54	637.85	625.06	606.31	614.98
吨毛利(元/吨)	687	740	548	532	521
钢管产品					
销量(万吨)	213	222	222	222	222
平均售价(元/吨)	4964	6354	6545	6545	6545
收入(亿元)	105.67	141.06	145.29	145.29	145.29
成本(亿元)	102.65	123.13	126.40	126.40	126.40
吨毛利(元/吨)	142	808	851	851	851
长材产品					
销量(万吨)	172	179	179	179	179
平均售价(元/吨)	4222	4408	4188	4062	3981
收入(亿元)	72.74	78.91	74.96	72.72	71.26
成本(亿元)	61.51	64.77	64.47	62.54	61.28
吨毛利(元/吨)	652	790	586	569	557
其他钢铁产品					
销量(万吨)	374	403	395	395	395
平均售价(元/吨)	3545	4252	4040	3919	3840
收入(亿元)	132.51	171.37	159.55	154.76	151.66
成本(亿元)	126.55	135.34	135.61	131.55	128.91
吨毛利(元/吨)	159	894	606	588	576
其他业务					
收入(亿元)	942.69	915.44	915.44	915.44	915.44
成本(亿元)	844.88	833.53	833.05	833.05	833.05
营业收入合计(亿元)	2890.93	3047.79	2952.27	2895.52	2905.20
同比增长率(%)	17.4%	5.4%	-3.1%	-1.9%	0.3%
营业成本合计(亿元)	2484.25	2590.85	2604.88	2555.52	2563.88
综合毛利率(%)	14.07%	14.99%	11.77%	11.74%	11.75%

资料来源: Wind, 2017-2018年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	305205	295227	289552	290520
每股收益	0.97	0.62	0.60	0.62	营业成本	259258	260488	255552	256388
每股净资产	7.94	8.21	8.45	8.71	毛利率%	15.1%	11.8%	11.7%	11.7%
每股经营现金流	2.05	1.44	1.61	1.64	营业税金及附加	1623	1686	1616	1634
每股股利	0.50	0.36	0.36	0.36	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	3493	3397	3325	3339
P/E	6.71	9.44	9.67	9.43	营业费用率%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%
P/B	0.82	0.71	0.69	0.67	管理费用	5927	5666	5579	5590
P/S	0.42	0.44	0.45	0.45	管理费用率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
EV/EBITDA	3.82	3.99	3.44	2.83	EBIT	27873	18027	17358	17517
股息率%	7.7%	6.2%	6.2%	6.2%	财务费用	4366	3033	2758	2486
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	1.0%	1.0%	0.9%
毛利率	15.1%	11.8%	11.7%	11.7%	资产减值损失	231	0	0	0
净利率	7.1%	4.7%	4.6%	4.7%	投资收益	4123	3000	3000	3000
净资产收益率	12.2%	7.5%	7.1%	7.1%	营业利润	28183	17994	17599	18031
资产回报率	6.4%	4.1%	4.0%	4.0%	营业外收支	-367	0	0	0
投资回报率	11.1%	7.3%	7.5%	8.1%	利润总额	27816	17994	17599	18031
盈利增长 (%)					EBITDA	47052	37795	38326	39692
营业收入增长率	5.4%	-3.3%	-1.9%	0.3%	所得税	4538	3239	3168	3246
EBIT 增长率	7.1%	-35.3%	-3.7%	0.9%	有效所得税率%	16.3%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润增长率	12.5%	-36.3%	-2.3%	2.5%	少数股东损益	1713	1021	1020	1038
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	21565	13734	13412	13748
资产负债率	43.5%	41.0%	39.6%	38.3%					
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.5	0.6	0.8	0.9	货币资金	16959	23760	41250	57280
现金比率	0.1	0.2	0.3	0.5	应收账款及应收票据	41826	41479	40682	40818
经营效率指标					存货	41505	42680	41220	41573
应收帐款周转天数	51.3	51.3	51.3	51.3	其它流动资产	19798	19418	19278	19297
存货周转天数	57.0	59.8	58.9	59.2	流动资产合计	120089	127338	142431	158968
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	长期股权投资	18985	18985	18985	18985
固定资产周转率	2.0	2.0	2.1	2.3	固定资产	150718	141432	130946	119260
					在建工程	7765	7876	6747	5831
					无形资产	12314	12030	11657	11307
					非流动资产合计	215052	205592	193604	180652
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	335141	332930	336035	339620
净利润	21565	13734	13412	13748	短期借款	38324	34047	32626	29018
少数股东损益	1713	1021	1020	1038	应付票据及应付账款	45931	44674	43282	43606
非现金支出	19410	19768	20968	22175	预收账款	19853	19204	18835	18898
非经营收益	23	135	-79	-268	其它流动负债	29195	29000	28855	28876
营运资金变动	2895	-2549	491	-99	流动负债合计	133303	126925	123598	120398
经营活动现金流	45606	32109	35811	36594	长期借款	5610	5610	5610	5610
资产	-12679	-10309	-8980	-9223	其它长期负债	6982	3982	3982	3982
投资	5306	0	0	0	非流动负债合计	12592	9592	9592	9592
其他	3187	3000	3000	3000	负债总计	145896	136517	133191	129990
投资活动现金流	-4186	-7309	-5980	-6223	实收资本	22268	22274	22274	22274
债权募资	-27827	-7278	-1420	-3609	普通股股东权益	176763	182909	188321	194069
股权募资	426	67	0	0	少数股东权益	12483	13504	14523	15561
其他	-17759	-10788	-10921	-10732	负债和所有者权益合计	335141	332930	336035	339620
融资活动现金流	-45161	-17999	-12341	-14341					
现金净流量	-3741	6801	17490	16030					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日
 资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘彦奇 钢铁行业
施毅 有色金属行业
周慧琳 钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 久立特材,方大特钢,马钢股份,新钢股份,华菱钢铁,海亮股份,永兴材料,盛达矿业,宝钢股份,太钢不锈,南钢股份,四通新材

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。