

钢铁

2020 年 12 月 11 日

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2020 年 12 月 10 日

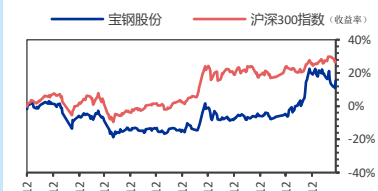
收盘价 (元)	6.16
一年内最高/最低 (元)	6.65/4.45
市净率	0.8
息率 (分红/股价)	4.55
流通 A 股市值 (百万元)	136481
上证指数/深证成指	3373.28/13731.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	8.09
资产负债率%	45.34
总股本/流通 A 股 (百万)	22269/22156
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

孟祥文 A0230517050002
mengxw@swsresearch.com

研究支持

戴默 A0230120090006
daimo@swsresearch.com

联系人

戴默
(8621)23297818×转
daimo@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

宝钢股份 (600019)

—— 钢铁行业龙头将充分受益于国内制造业复苏

投资要点：

- **国内钢铁行业龙头企业，粗钢产量居全球第二位。**公司规模优势显著，拥有宝山、梅山、青山及东山四大制造基地，截至 2020 年，公司拥有生铁年产能 4627.66 万吨、粗钢年产能 5022.6 万吨、钢材年产能 4704.38 万吨。公司以钢铁制造为主，专业生产高技术含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品，在全球上市钢铁企业中粗钢产量排名第二、汽车板产量排名第三、取向电工钢产量排名第一。宝钢核心竞争力在于高端化发展路线，“独有+领先”产品模式占据先发优势，“精品+服务”增加产品附加值，公司产品溢价优势明显，并持续削减成本，盈利能力稳定。
- **公司产品广泛应用于汽车、家电等行业，将充分受益于制造业回暖。**公司作为国内钢铁行业龙头企业，产品主要以板材为主，下游分布中汽车和家电占据比例达到 40%，其中冷轧汽车板市占率稳定在 50%。2019 年公司发布吉帕钢品牌，其中最核心最领先最具竞争力的是全球首发产品宝钢淬火延性钢 BaoQP®，实现了宝钢在超高强钢上的技术突破，2020 年公司已实现为特斯拉上海工厂正式供货；公司与龙头家电企业合作密切，积极探索研发高端家电用钢产品，公司产品宝钢 BaoZM™ 钢板助力海尔率先推出全铝镁高耐腐蚀空调，并与全球冰箱业“心脏”，长虹华意联合创立“宝钢股份——长虹华意联合实验室”，叠加深受客户认可的供应商早起介入服务 (EVI)，显示公司在汽车用钢及家电用钢领先地位，且明年东山基地仍有高端板材产能待投产，预计公司将大幅受益于制造业回暖。
- **持续削减成本，预计成本端仍将进一步降低。**2019 至 2021 年，公司成本削减定比 2018 年确保 100 亿，挑战 130 亿元。公司吨钢期间费用明显下降，且通过煤炭、铁合金、资材备件以及物流成本削减，覆盖了铁矿石原料成本上升的情况，截至 2020 年前三季度，公司已实现了成本削减 100 亿元的目标。今年公司参与宝武集团旗下单位设立统一采购平台，将充分发挥集团协同效应，预计进一步降低公司原料采购、物流及装卸成本，预计成本端仍有进一步下降空间。
- **投资建议：**作为国内钢铁行业龙头企业，公司产品下游分布中汽车和家电占比超过 40%，公司东山基地三号高炉将在 2021 年 7 月投产，将进一步增加公司高端板材产能，同时伴随公司成本削减效果持续显现，预计将大幅受益于国内制造业复苏，收益将进一步转好，我们看好公司中长期发展，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 130.49、133.88、136.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.60、0.61 元，2020 年 12 月 10 日股价对应 PE 为 10、10、10 倍。选取板材占比相对较高的上市钢企作为可比公司，2021 年平均 PE 为 14 倍，综合考虑我们给予公司 2021 年 14 倍的合理估值，对应 36% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2019	2021-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	292,057	200,589	285,466	295,353	302,856
同比增长率 (%)	-4.4	-7.8	-2.3	3.5	2.5
归母净利润 (百万元)	12,423	7,859	13,049	13,388	13,667
同比增长率 (%)	-42.1	-12.9	5.0	2.6	2.1
每股收益 (元/股)	0.56	0.35	0.59	0.60	0.61
毛利率 (%)	10.9	10.8	10.8	11.0	11.0
ROE (%)	7.0	4.4	6.8	6.5	6.3
市盈率	11		10	10	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

作为国内钢铁行业龙头企业，宝钢规模优势显著，拥有宝山、梅山、青山及东山四大制造基地，专业生产高技术含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品，产品广泛应用于汽车、家电、石油化工、机械制造、能源交通等行业，其中汽车和家电占比达到 40%，其中冷轧汽车板在国内市场占有率稳定在 50%，且东山基地三号高炉及配套设施预计将在 2021 年 7 月投产，将进一步提供公司高端板材产能水平，预计公司将大幅受益于国内制造业回暖。同时伴随公司成本削减效果将进一步体现，预计公司收益将进一步转好，我们看好公司中长期发展，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 130.49、133.88、136.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.60、0.61 元，2020 年 12 月 10 日股价对应 PE 为 10、10、10 倍。选取板材占比相对较高的上市钢企作为可比公司，2021 年平均 PE 为 14 倍，综合考虑我们给予公司 2021 年 14 倍的合理估值，对应 36% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

2020 年受疫情影响，预计公司钢材销量同比有所下降，后续随着公司东山基地三号高炉在 2021 年 7 月投产，板材销量会逐步回升，预计 20-22 年公司冷轧销量同比变化为-4%、4.9%、4.7%，热轧销量同比变化分别为-4%、5.85%、5.5%，钢管、长材及其他钢材产品销量同比变化为-5%、4%、1%；伴随年末国内制造业复苏，公司板材产品价格也将逐步回升，预计冷轧产品价格 20-22 年同比变化 3%、0.3%、-0.4%，热轧产品价格 20-22 年同比变化为 2.3%、0.3%、-0.4%，钢管产品价格 20-22 年同比变化-3%、2%、0.1%，长材产品价格 20-22 年同比变化-3%、1%、0.5%，其他钢铁产品价格同比变化为-0.5%、1%、0.5%。

有别于大众的认识

市场普遍认为公司产品毛利率不高，和其他钢企相比不具备比较优势。但是我们认为，公司具有领先其他公司的研发能力，且公司东山基地仍有高端板材产能即将投产，将助力公司在未来制造业产品升级中占据更大市场份额；成本方面，公司东山基地由于其独特的地理位置及配套的先进产线，成本优势显著，公司持续实施降本增效，并将东山基地吨钢成本作为其他基地对标目标，未来成本端仍有下降空间，且作为宝武集团的上市钢铁核心资产，集团协同效应将助力公司的成本持续下行，提升公司产品盈利水平。

股价表现的催化剂

经济复苏可持续，汽车、家电销量超预期。

核心假设风险

成本端大幅提升，公司盈利水平下降。

目录

1. 钢铁行业龙头企业，粗钢产量居全球第二位	6
1.1 隶属于全球最大钢铁集团，粗钢产量位居全球第二	6
1.2 多制造基地管理模式，占据沿海沿江区位优势	7
1.3 国内粗钢产量居首位，未来仍有高端板材产能待释放	8
1.4 公司以钢铁制造业为主，建立高端板材为核心的产品结构	8
2.“精品+服务”模式提升产品竞争力	11
2.1 先进生产工艺叠加高端技术研发引领钢铁精品化发展	11
2.2 汽车板产量居全球第三位，冷轧汽车板国内占有率为 50%	12
2.3 公司加大与龙头家电企业合作，研发高端家电板	14
2.4 优质服务进一步提升产品市场竞争力	14
2.5 公司产品定价能力强，且溢价高，抗跌性强	16
2.6 公司产品吨钢毛利水平稳定且居于前列	17
3.公司以高端板材为产品结构核心，将大幅受益于制造业复苏	18
3.1 周期反转叠加换购需求将驱动汽车产量进一步上行	18
3.2 需求复苏叠加政策刺激，白电内外销持续回暖	19
3.3 高端板材产能投放将带动公司大幅受益于制造业复苏	21
4.公司降本增效成效显著	21
4.1 原料采购渠道稳定，参与设立统一铁矿石采购共享平台	21
4.2 公司持续坚持成本削减工作，成效显著	22
5.公司财务报表健康，历年现金分红比例不低于 50%	23
5.1 公司盈利能力稳定，现金流充裕	23
5.2 公司历年现金分红比例不低于 50%	24
6.投资建议及盈利预测	25

图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2020 年 9 月 30 日）	6
图 2：公司四大制造基地分布	8
图 3：公司分行业主营收入及占比（亿元，%）	9
图 4：公司分行业毛利及占比（亿元，%）	9
图 5：公司组成部分（截至 2020 年 6 月 30 日）	9
图 6：2019 年度公司产品产量占比（%）	10
图 7：2019 年度公司产品销量占比（%）	10
图 8：2010-2019 年公司产品毛利率（%）	11
图 9：2010-2020Q3 规模可比钢企产品毛利率（%）	11
图 10：公司钢材产品下游行业分布（%）	11
图 11：主要钢企专利数量及研发费用率（件，%）	12
图 12：应用宝钢超高强钢制造的超轻型白车身 BCB 1.0 PLUS	13
图 13：宝钢 BaoZM™助力海尔率先推出全铝镁高耐蚀空调	14
图 14：宝钢汽车板 EVI 路线图	15
图 15：宝钢家电板 EVI 路线图	16
图 16：前五名客户销售额及占比（亿元，%）	16
图 17：销售商品和劳动得到的现金/营业收入（%）	16
图 18：主要钢厂冷轧卷 DC01 价格（元/吨）	17
图 19：2012-2020Q3 可比钢企吨钢成本（元/吨）	17
图 20：2012-2020Q3 可比钢企吨钢毛利（元/吨）	17
图 21：2010-2020 年 1-10 月汽车产销量及同比（万辆，%）	18
图 22：2015 年至今三大白电内销、出口累积同比增速（%）	20
图 23：2012-2019 年吨钢变动成本（元/吨）	23
图 24：2010-2020Q3 吨钢三费（元/吨）	23
图 25：2010-2020Q3 可比钢企销售费用率（%）	23
图 26：2010-2020Q3 可比钢企财务费用率（%）	23
图 27：2010-2020Q3 规模可比钢企 ROE（%）	24
图 28：2010-2020Q3 规模可比钢企 ROA（%）	24
图 29：2010 年以来规模可比钢企资产负债率（%）	24

图 30: 规模可比钢企经营活动现金流净额 (亿元)	24
----------------------------------	----

表 1: 2018-2019 年世界钢企 (集团) 粗钢产量排名 (万吨)	7
---	---

表 2: 主要产品国内市场份额 (%)	10
---------------------------	----

表 3: 2015-2021 年汽车用钢需求分析及测算 (万辆, 万吨)	19
--	----

表 4: 2015-2021 年家电用钢分析及预测 (万台, 万吨, %)	20
---	----

表 5: 2016-2019 年公司原料采购情况 (万吨, %)	22
--	----

表 6: 重点公司股息率比较 (元、元/股, %)	25
---------------------------------	----

表 7: 可比公司估值表 (亿元, 元, 倍)	25
-------------------------------	----

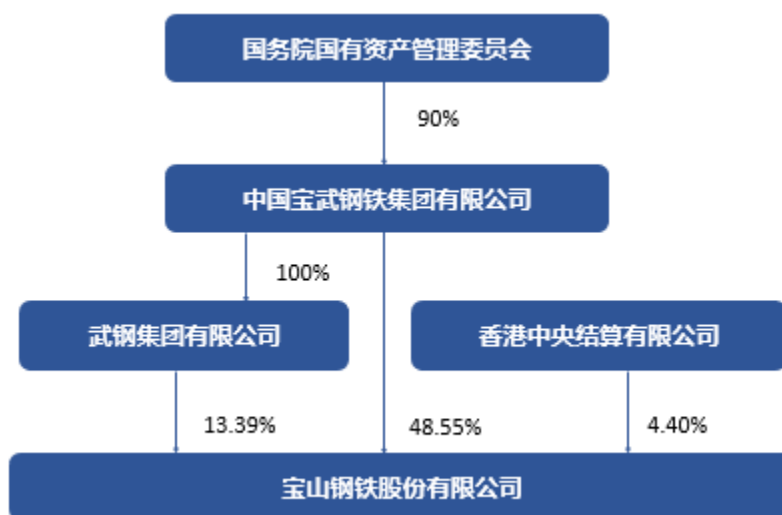
表 8: 宝钢股份毛利拆分 (百万)	25
--------------------------	----

1. 钢铁行业龙头企业，粗钢产量居全球第二位

1.1 隶属于全球最大钢铁集团，粗钢产量位居全球第二

公司是中国最现代化的特大型钢铁联合企业，也是国际领先的世界级钢铁联合企业。宝钢股份有限公司隶属于国务院国有资产管理委员会，是中国宝武钢铁集团有限公司的控股子公司。公司成立于 2000 年 2 月，并于同年 12 月，在上海证券交易所上市。公司目前的第一大股东为中国宝武钢铁集团，持股比例为 48.55%，实际控制人为国务院国资委，前十大股东合计持股比例为 78.91%，包括武钢集团有限公司、香港中央结算有限公司、中国石油天然气集团有限公司等。

图 1：公司股权结构（截至 2020 年 9 月 30 日）



资料来源：公司官网、申万宏源研究

股东宝武集团实力雄厚。公司控股股东为宝武集团，是国务院国资委监管的特大型企业集团，在钢铁领域是现代化程度最高、国内规模第一、世界规模第一大的钢铁联合企业，技术实力突出，汽车板及硅钢产品处于世界领先水平。

2019 年宝武集团粗钢产量跃居世界首位。2019 年，宝武集团对马钢集团实施联合重组，进一步夯实行业地位，宝武集团粗钢产能达到 1.02 亿吨，同比大幅增长 38.16%，产能规模排名中国第一、全球第二；2019 年集团粗钢产量为 9546 万吨，占全国粗钢产量比例达到 9.58%，产量超过安赛乐米塔尔，跃居世界首位。2020 年，山西省国资委将其持有的太钢集团 51% 的股权无偿划转至中国宝武，这一协议完成后，中国宝武将通过太钢集团间接控制太钢不锈 62.70% 的股份，成为继青山后中国第二家不锈钢产能超过 1000 万吨的不锈钢生产商，粗钢总产能也将达到 1.1 亿吨，预计 2020 年宝武集团粗钢产量将首次超过 1 亿吨。

股东宝武集团助力公司进一步发展。公司作为宝武集团的上市钢铁核心资产，是其最重要的子公司之一，同时，公司亦得到了宝武集团优质资产注入，宝武合并后，公司吸收武钢有限，资本实力及整体规模得以提升。此外，宝武集团雄厚的财务实力也将为公司后续发展提供有力保障。

表 1: 2018-2019 年世界钢企（集团）粗钢产量排名（万吨）

排名		公司名称	产量	
2019 年	2018 年		2019 年	2018 年
1	2	中国宝武钢铁集团	9311.9	6742.9
2	1	安赛乐米塔尔公司	8080.9	9250
3	3	日本制铁公司	4705	4784
4	4	河钢集团	4465.9	4489.4
5	5	浦项集团	4290	4290
6	6	江苏沙钢集团	4110.2	4066
7	7	鞍钢集团	3920.4	3735.9
8	10	北京建龙重工集团	3118.5	2788.5
9	9	塔塔钢铁集团	3056	2919
10	8	JFE 钢铁集团	2978.5	3231

资料来源：世界钢铁协会、申万宏源研究

1.2 多制造基地管理模式，占据沿海沿江区位优势

公司四大钢铁生产基地均占据沿海或沿江区位。自 2017 年，公司完成吸收合并武钢股份后，拥有上海宝山、武汉青山、湛江东山、南京梅山等主要制造基地，主要制造基地均沿海沿江，具有明显区位优势，有效辐射华东、华中、华南地区及东南亚地区。

(1) 宝山基地拥有全球最高端板材和精品钢管制造、研发能力。宝山基地为宝山钢铁股份有限公司位于上海宝山区域的生产制造基地，具备铁水产能 1559 万吨，粗钢产能 1618 万吨。主要产品包括热轧、酸洗、普冷、镀锌、彩涂、镀锡、电工钢、厚板、钢管、条钢线材等，其中汽车板、电工钢、镀锡板、能源及管线用钢、高等级船舶及海工用钢以及其他高端薄板等产品处于国内领先、世界一流地位。

(2) 青山基地系武钢集团钢铁主业和核心竞争力所在。青山基地为武汉钢铁股份有限公司，具备铁水产能 1395 万吨，粗钢产能 1591 万吨。主要产品包括线材、热轧型钢（含热轧重轨）、热轧卷板、热轧中厚板、冷轧卷板、镀锌板、镀锡板、冷轧取向和无取向电工钢、彩涂钢板等，其中冷轧电工钢、汽车板、高性能结构用钢、精品长材是四大战略产品。

(3) 梅山基地系梅钢集团生产基地。梅山基地为上海梅山钢铁股份有限公司，具备铁水产能 680 万吨，粗钢产能 766 万吨，自有地下矿山原矿采选综合生产能力达 400 多万吨。产品包括结构用钢、冷成型用钢、汽车用钢、焊瓶用钢等，主要冷轧产品有普冷、电镀锡、热镀锌、热镀铝锌等四大系列，矿产品以铁精矿为主。

(4) 东山钢铁基地钢铁生产成本优势最为显著。东山基地为宝钢湛江钢铁有限公司，具备铁水产能 823 万吨、粗钢产能 877 万吨。由于东山基地临近港口，是公司四大基地中铁水成本最低的制造基地。主要产品包括热轧板、热轧酸洗板、冷轧薄板、热镀锌板、电工钢及宽厚板等，产品以华南地区为目标市场并辐射东南亚，满足目标市场中高端碳钢板材产品需求。

图 2：公司四大制造基地分布



资料来源：公司官网、申万宏源研究

1.3 国内粗钢产量居首位，未来仍有高端板材产能待释放

国内粗钢产量首位，规模优势显著。公司规模优势显著，截至 2020 年，公司拥有生铁年产能 4627.66 万吨、粗钢年产能 5022.6 万吨、钢材年产能 4704.38 万吨。2019 年，公司粗钢产量为 4,853.45 万吨，位居国内第一，保持世界前列。2020 年，公司计划产铁 4343 万吨、钢产量 4636 万吨、销售商品坯材 4478 万吨。

东山基地三号高炉系统项目预计 2021 年 7 月投产，高端板材产能将进一步提升。目前东山基地正在新建三号高炉系统项目，项目包括扩建烧结机、焦炉、高炉、转炉、连铸、热轧、冷轧及相应配套公辅设施等，三高炉系统高炉本体五通球、况轧项目轧机牌坊等项目完成安装，热轧精轧牌坊吊装就位，热轧工程全面进入设备安装阶段，预计 2021 年 7 月投产，新增铁水产能 402 万吨，同比增长 8.69%，新增钢水产能 360 万吨，增长 7.17%，新增热轧产能 450 万吨，增长 23.49%，新增冷轧产能 166 万吨，增长 7.9%。除了正在建设的 3 号高炉，近期东山基地 4 号、5 号高炉建设也在加快筹备工作。

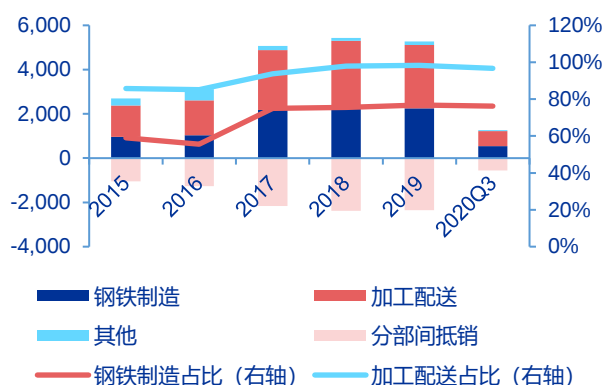
1.4 公司以钢铁制造业为主，建立高端板材为核心的产品结构

公司以钢铁制造及加工配送为主。公司经营业务主要分为三个部分，分别为钢铁制造、加工配送和其他分部。其中，公司营业收入以钢铁制造业务和加工配送业务为主。公司钢铁制造板块业务的营业收入来源于钢铁制造单元生产钢材产品并销售给公司下属加工配送单元所获得的收入；公司加工配送板块业务营业收入来源于将钢材产品销售给下属营销公

司后，由营销公司将产品销售给终端客户所获得的收入。2017 年至今，钢铁制造板块占主营业务收入比例稳定在 75%以上，加工配送板块占主营业务收入比例稳定在 90%以上（两者之间存在分部间抵销情况）。

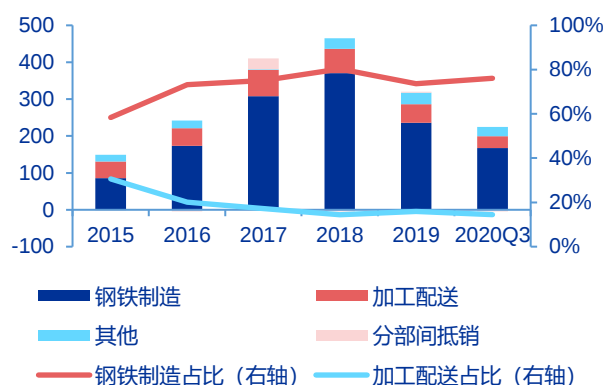
钢铁制造板块是公司毛利润的最主要来源。2017 年至今，钢铁制造板块占毛利比例稳定在 70%以上。

图 3：公司分行业主营收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

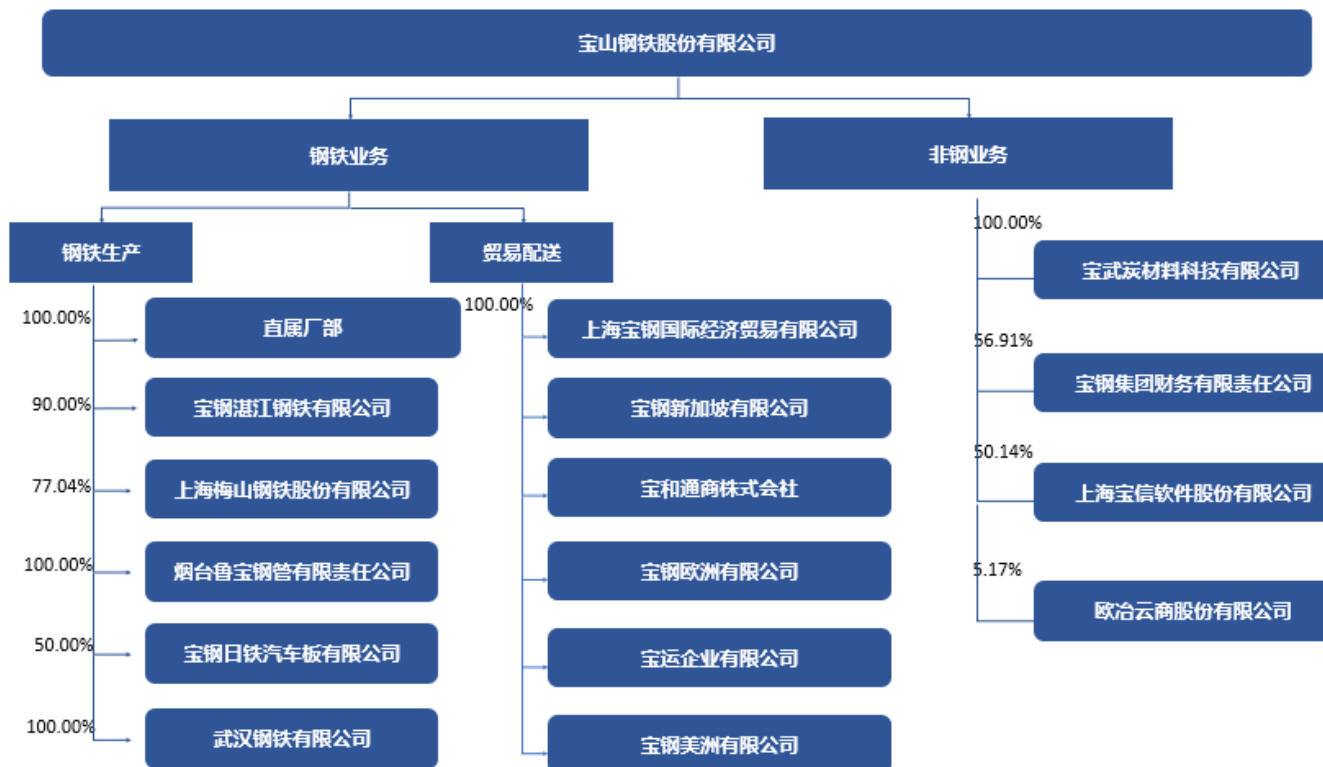
图 4：公司分行业毛利及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司其他业务涉及行业多元化。除钢铁制造及加工配送外，公司同时从事与钢铁主业相关的化工、信息科技、金融以及电子商务等业务，旗下企业包括专注于钢铁大宗贸易的电商 B2B 平台欧冶云商、提供企业信息化服务的上市公司宝信软件以及宝钢集团财务公司等。

图 5：公司组成部分（截至 2020 年 6 月 30 日）



资料来源：公司官网、申万宏源研究

公司建立以高端板材为核心的产品结构，六大战略产品处于国内市场领导地位。公司钢铁主业专业生产高技术含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品，在全球上市钢铁企业中粗钢产量排名第二、汽车板产量排名第三、取向电工钢产量排名第一。在汽车用钢、电工钢、长材、能源与重大工程用钢、高等级薄板、镀锡板等六大战略产品处于国内市场领导地位，其中冷轧汽车板持续保持 50% 的国内市场份额。

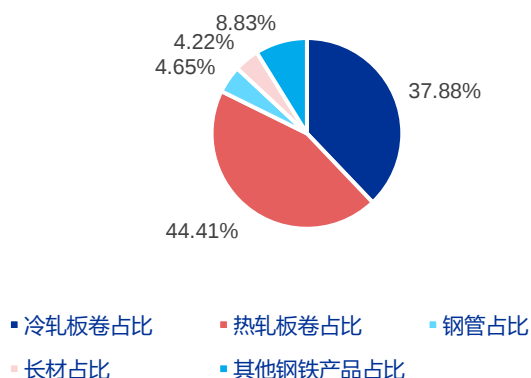
表 2：主要产品国内市场份额（%）

产品	2015	2016	2017	2018	2019
冷轧汽车板	50%	50%	50%	50%	50%
高效高牌号无取向硅钢	22.50%	24%	23.10%	26.70%	41.13%
取向硅钢	32.10%	38.30%	38%	57.90%	65.80%
非标石油管	30%	30%	35%	36%	37%

资料来源：公司官网、申万宏源研究

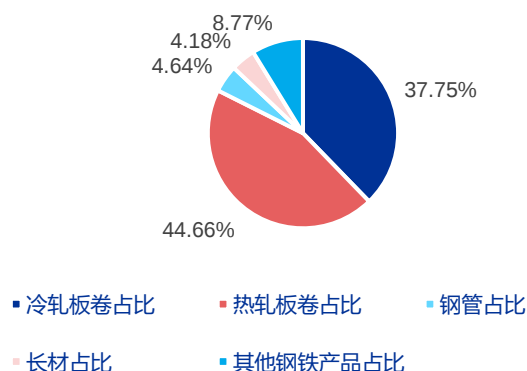
近年来，公司板材产品产量及销量占比稳定在 80% 以上。2019 年，公司冷轧板卷产量为 1776 万吨，占比为 37.88%，冷轧板卷销量为 1781 万吨，占比为 37.75%；热轧板卷产量为 2082 万吨，占比为 44.41%，热轧板卷销量为 2107 万吨，占比为 44.66%。

图 6：2019 年度公司产品产量占比（%）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 7：2019 年度公司产品销量占比（%）

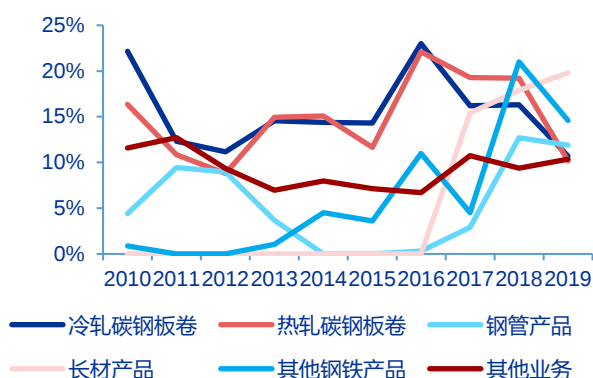


资料来源：公司公告、申万宏源研究

板材产品毛利率高于 10%。2010-2017 年，公司板材产品毛利率整体高于其他产品，由于 2018 年后，板材市场持续低迷，导致板材产品吨钢毛利率下降，冷轧板卷、热轧板卷毛利率分别下降至 10.7% 和 10.2%，为近年来新低水平，但随着 2020 年制造业复苏，带动板材利润修复，预计公司板材产品毛利率将回升至前期高位水平。

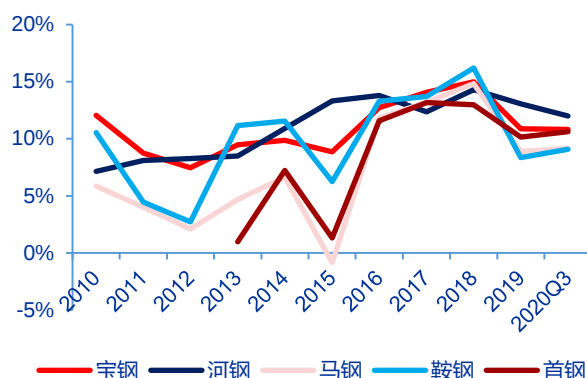
公司钢材产品毛利率较为稳定。2010 年至今，公司产品毛利率较为稳定，处于主要钢企前列位置，呈现逐步提升态势，并显示出明显抗跌性。截至 2020 年 3 季度，公司产品毛利率高于首钢、马钢及鞍钢，较河钢相比则略低。

图 8：2010-2019 年公司产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告、申万宏源研究

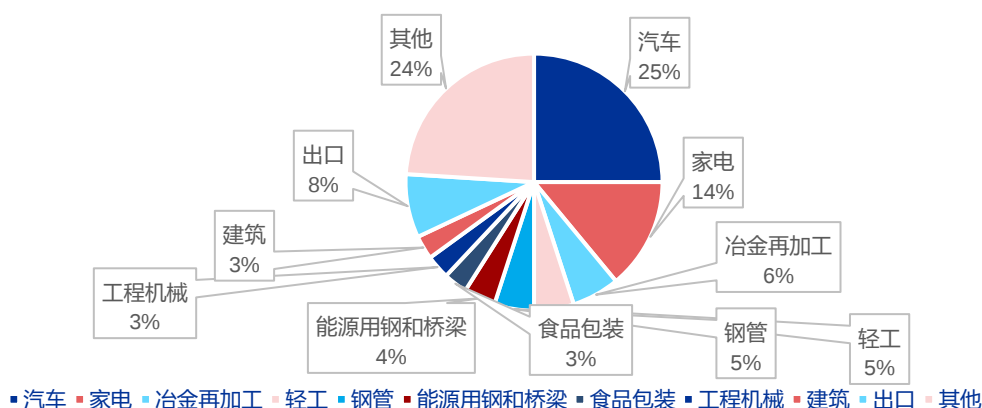
图 9：2010-2020Q3 规模可比钢企产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告、申万宏源研究

汽车及家电行业占据产品销量比例接近 40%。公司产品广泛应用于汽车、家电、石油化工、机械制造、能源交通等行业，其中汽车占比超过 25%，家电约占 14%，冶金再加工比例为 6%，轻工比例为 5%，钢管比例为 5%，能源用钢和桥梁比例为 4%，食品包装比例为 3%，工程机械比例为 3%，建筑占比不到 3%，出口占比约为 8%。

图 10：公司钢材产品下游行业分布 (%)



资料来源：公司官网、申万宏源研究

2. “精品+服务”模式提升产品竞争力

2.1 先进生产工艺叠加高端技术研发引领钢铁精品化发展

生产工艺处于世界领先地位。公司生产工艺流程涉及烧结、焦化、炼铁、炼钢及轧钢等，整体技术装备建立在当代钢铁冶炼、冷热加工、液压传感、电子控制、计算机和通讯等先进技术的基础上，具有大型化、连续化、自动化的特点，已经跨越工业 3.0 阶段，处于世界领先地位。

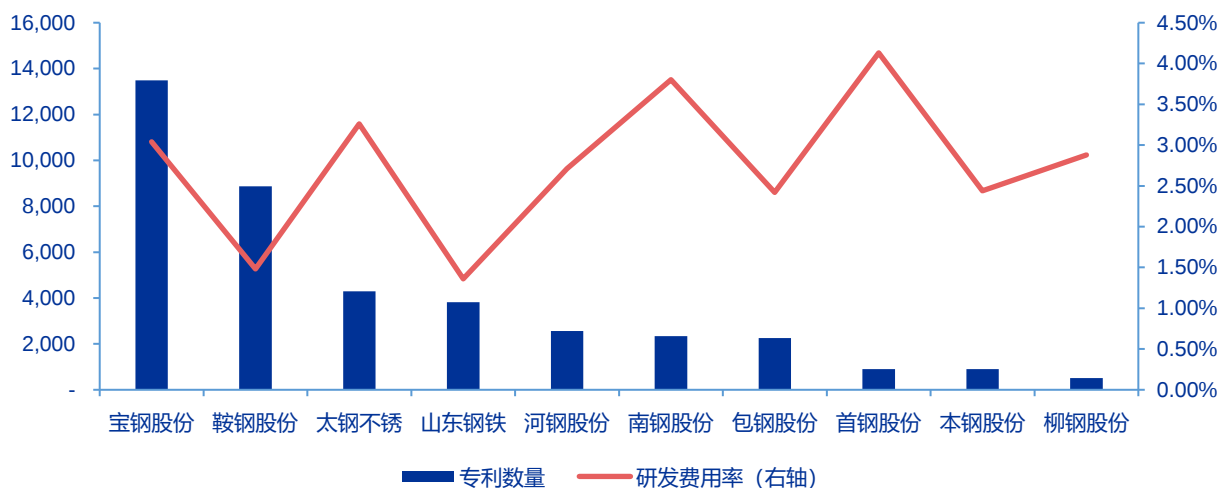
智能制造进一步提升生产效率。宝钢股份以大数据分析和人工智能为技术支撑，着力推进设备运行维护智能化、关键业务领域管理智慧化、设备全生命周期数字化、探索建立预知状态维修体系。公司宝山基地大力推进“操作岗位一律机器人”减少人工依赖，上半年合计减少现场作业 29 项；青山基地践行“操控一律集中”实现“铁前、炼钢、CSP、热轧”四道工序的生产操作集控化；东山基地领跑“设备运维一律远程”，实现率超过 20%，

较年初提升 133%；今年三季度，湛江钢铁铁水运输系统实现 8 台机车、28 台鱼雷罐车全系统无人化运行，无人化率达 95%。

公司专利总授权数位列行业第一，研发费用率处于行业前列。截至 2019 年底，宝钢股份专利总授权数量 13484 件，常年居于行业第一位置，2019 年公司研发费用率为 3.04%，处于行业前列。

公司坚持技术创新，引领钢铁精品化发展。2019 年公司“极低铁损取向硅钢 B18R060”、“电动汽车电机用无取向硅钢 B27AHV1300M”等八项产品实现全球首发，“热轧热处理高强钢全流程板形控制技术”等二十项标志性技术实现突破，并积极融入国家科技创新体系，承担了霞浦第四代钠冷快堆用钢板及应用技术研发等国家使命性研发任务，还建立了欧洲研发中心平台，促进与欧洲顶尖科研机构开展深层次的技术合作与交流，服务公司技术领先战略。2020 年，公司高速铁路用耐腐蚀钢轨 U68CuCr 实现全球首发，解决了制约我国铁路发展的关键性难题之一，新一代核电关键设备蒸发器用钢板也完成了相关验证试验。

图 11：主要钢企专利数量及研发费用率（件，%）



资料来源：公司官网、申万宏源研究

2.2 汽车板产量居全球第三位，冷轧汽车板国内占有率为 50%

全球最具竞争力的专业汽车钢板制造和供应商。公司始终把汽车板作为企业的战略产品，其中冷轧汽车板国内市场占有率稳定在 50%，具有完善的汽车板产品体系。公司是国内首家全品种汽车钢板生产企业，也是世界首家同时批量生产第一、二、三代先进超高强钢的企业。

汽车板产品大量应用于海内外高档轿车。目前，宝钢汽车板已大量用于一汽大众奥迪 A6、上海大众帕萨特、上海通用别克等国内高档轿车，并与国内新能源汽车生产商建立合作和交流，且在 2020 年正式为特斯拉上海工厂供货。在海外，宝钢股份跻身国际汽车制造供应商行列，批量出口 Fiat、欧洲 Ford 等国际著名汽车企业。2019 年，宝钢第 6 次获得通用全球优秀供应商 SOY 奖，并获韩国通用唯一钢材优秀供应商称号；同时，美洲技术服务中心已实现实体化运作，可以在福特全球平台车型设计时使用。

公司加大研发力度，致力于推进汽车轻量化和新材料的应用。面对汽车板产品绿色、安全、低成本的发展需求以及日趋激烈的市场竞争，宝钢股份推出吉帕钢品牌，并以此为契机打造宝钢汽车板的全明星产品阵容。吉帕钢 X-Gpa 是抗拉强度在 1000Mpa（兆帕）以上的汽车轻量化用超高强度钢，吉帕钢家族产品众多，包括 BaoQP®、DP、DH、MS、CP、TWIP、Mn-TRIP、PH、CH 等第一、二、三代先进超高强钢品种，不同产品特性不同，可满足不同客户需求。

吉帕钢在实现轻量减重的同时可明显提高汽车主动安全性。吉帕钢主要用于汽车车身骨架，可将整车重量降低 10%，实现轻量减重效果，燃油效率可提高 6-8%。吉帕钢是宝钢股份践行可持续发展之路的绿色产品典范，汽车整備质量每减少 100kg，百公里油耗可降低 0.3-0.6 升，二氧化碳排放可减少约 5g/km，同时氮化物、硫化物等排放相应也会减少。此外吉帕钢的应用还可明显提高汽车主动安全性，整備质量减轻 10%，制动距离将减少 5%，转向力将减小 6%。目前已有越来越多的海内外汽车品牌选择吉帕钢，产品形成了良好的品牌形象。

全球首发产品淬火延性钢实现了宝钢在超高强钢上的技术突破。吉帕钢家族产品中最核心最领先最具竞争力的是全球首发产品宝钢淬火延性钢 BaoQP®，它实现了宝钢在超高强钢上的技术突破。

近期，宝钢发布世界最高强度高塑性热镀锌复相钢 1180CH。超高强高塑性复相钢 1180CH 普冷及热镀锌产品在宝钢制造成功，标志着宝钢成为全球能够制造最高强度级别热镀锌 CH 钢产品的企业。作为复相钢家族的新星产品，高塑性复相钢（CH 钢）在保持传统复相钢（CP 钢）优异的扩孔翻边性能基础上，进一步提高了产品的延伸率。可广泛应用于对扩孔翻边有更高要求且对塑性也有较高要求的汽车结构件及汽车座椅专用零部件，如座椅滑轨，门槛，门防撞梁，地板横梁等。

图 12：应用宝钢超高强钢制造的超轻型白车身 BCB 1.0 PLUS



资料来源：公司官网、申万宏源研究

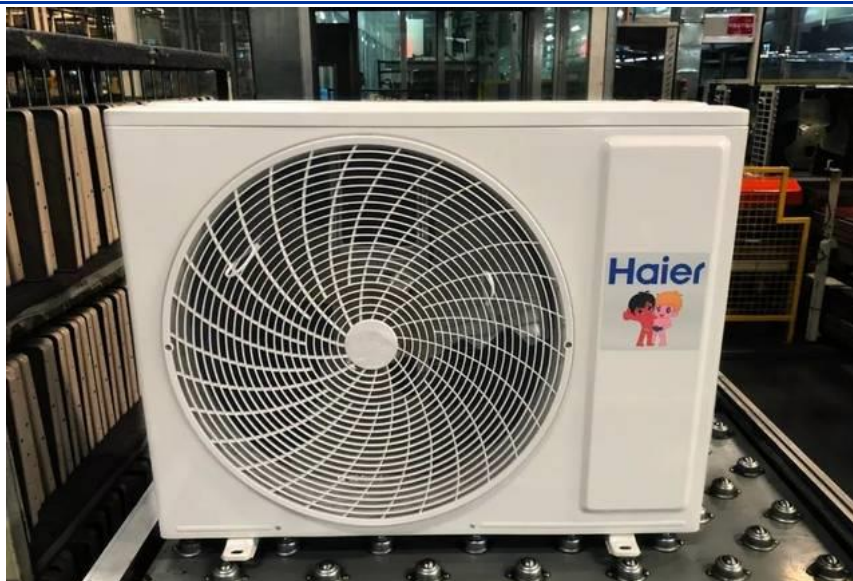
2.3 公司加大与龙头家电企业合作，研发高端家电板

国内主要家电有一半使用宝钢家电板产品。宝武合并后，公司家电板产能达到 800 万吨，当前公司家电板销量约为 690 万吨。近年来，宝钢积极与龙头家电企业合作，占据家电钢研发的领先地位。

宝钢与长虹华意成立“宝钢股份——长虹华意联合实验室”。近期，宝钢股份与全球最大的环保、节能、高效冰箱、冰柜压缩机专业研发制造企业长虹华意，共同成立“宝钢股份——长虹华意联合实验室”。作为全球冰箱业“心脏”，长虹华意拥有举足轻重的地位。宝钢与长虹华意的合作将进一步提升双方的发展空间。

宝钢与海尔携手推出全锌铝镁耐蚀空调样机。2020 年年初国内首台 15 个钢制零部件全部采用锌铝镁镀层钢板生产的空调室外机在海尔合肥基地下线，这是继宝钢锌铝镁家族系列产品的又一重大喜讯。宝钢 BaoZM™ 钢板具有优异的平面耐蚀性和切口耐蚀性，本次全锌铝镁空调样机下线，标志着宝钢 BaoZM™ 在家电行业的应用翻开了崭新的一页，也标志着海尔空调携手宝钢又一次引领了家电新材料应用的发展方向。

图 13：宝钢 BaoZM™ 助力海尔率先推出全锌铝镁高耐蚀空调



资料来源：公司官网、申万宏源研究

2.4 优质服务进一步提升产品市场竞争力

公司建立了以客户为中心、以市场为导向的营销服务体系。公司将技术服务延伸至下游客户新产品制造的全过程，钢材产品的加工及配送业务因此得到发展。公司拥有国内剪切加工量最大、加工网点最多、地域分布最广的钢材剪切加工配送服务网络，可以按照用户需求对多种钢材品种提供剪切、落料、冲压和激光拼焊等加工及配送服务，加工配送布局 and 终端客户的分布高度吻合，能够最大限度的满足主要客户的服务需求。目前公司全球设立营销服务网点 141 个，业务遍布国内 26 个省、直辖市、自治区及海外主要消费市场。

以用户为中心的宝钢 EVI 为客户创造价值。EVI（供应商早起介入）技术是以客户为主体、以客户为导向的由供应商全面参与的供应链价值创造活动。宝钢的 EVI 技术营销工作

从上世纪 90 年代时就已经开始，从最初的与上汽、一汽共同开展车用钢板国产化替代开始起步，进而慢慢发展起来。2016 年公司 EVI 计划覆盖了汽车、家电及电子、输配电、金属包装及容器、工程/机械及建筑、能源交通运输等 6 大行业近 60 个 EVI 项目。宝钢 EVI 是以满足客户需求为目的，来促进宝钢产品与技术发展，促进市场推广与商务合作的技术营销活动，全面介入客户从研发到量产的各个环节，利用宝钢先进的材料与材料应用技术，创造客户价值。

深化汽车板 EVI 技术服务，不断提升汽车板品牌影响力。宝钢为汽车厂提供从设计到量产全过程的技术支持，提供汽车设计选材支持、零部件同步开发、焊接与涂装技术支持，达到设计控制成本和质量；持续优化汽车用材和结构，实现技术降本；提供模具设计与验收技术支持，获得模具与钢材的最佳匹配；提供新材料、新技术的推荐应用，提升汽车产品竞争力。

图 14：宝钢汽车板 EVI 路线图



资料来源：公司官网、申万宏源研究

在汽车板 EVI 基础上，形成家电板 EVI 技术营销模式。公司在总结汽车板 EVI 成果做法的基础上，探索非汽车行业 EVI 模式，实施非汽车 EVI 项目，形成以海尔、美的热水器等为代表的家电产品 EVI 技术营销模式，为家电板客户提供更好的服务，提高家电板产品附加价值。

图 15: 宝钢家电板 EVI 路线图



资料来源：公司官网、申万宏源研究

2.5 公司产品定价能力强，且溢价高，抗跌性强

公司销售对象主要为下属营销公司，且价格主导能力强。公司钢铁制造板块产品销售对象为下属营销公司，包括宝钢国际、宝新、宝美、宝欧、宝和等，近年来前五名客户销售额占比稳定在 11%左右。公司将钢铁产成品按照统一价格销售给营销公司，价格参考每个月公司公布的产品官方定价政策而定。公司对产品价格具有较强的主导能力，产品月度价格是分别由各产品销售部、宝钢国际各地区公司和营销管理部分别提出价格调整方案，再由营销管理部整理汇总提交公司价格会议决议。

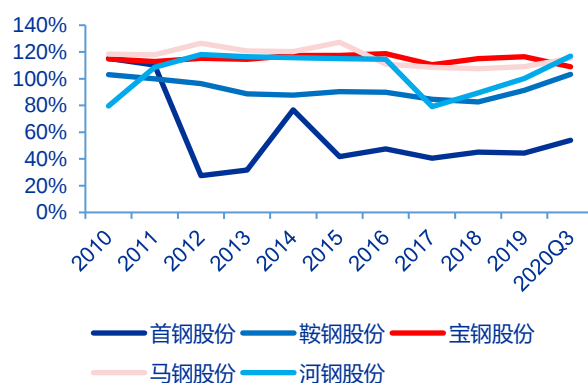
公司产品销售赊销比例较低。公司销售商品和劳动得到现金常年超过其营业收入，且该比例远高于其他主要板材企业，显示出公司产品销售现金流回收较好。

图 16: 前五名客户销售额及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 17: 销售商品和劳动得到的现金/营业收入 (%)

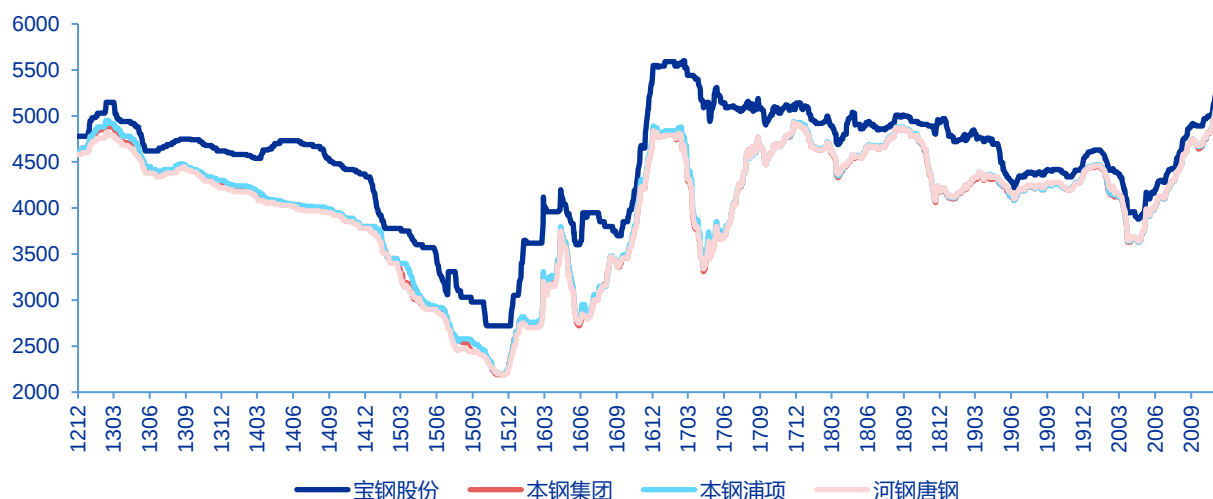


资料来源：公司公告、申万宏源研究

宝钢产品价格明显高于市场同类产品，享有品牌溢价，并具有良好的抗跌性。宝钢作为钢铁龙头企业，在汽车板、硅钢等领域占国内市场份额比例均居首位，并为客户提供完

善的配套服务，进一步提升产品溢价。以冷轧卷 DC01 为例，上海市场宝钢股份产品价格较本钢集团、本钢浦项及河钢唐钢等公司同类产品相比享有较高溢价，2017 年产品溢价达到 1000 元/吨以上，近两年溢价略有收窄，平均在 260 元/吨，且 2016 年以来，在冷轧价格下跌的过程中，宝钢产品价格表现出良好的抗跌性。

图 18：主要钢厂冷轧卷 DC01 价格（元/吨）

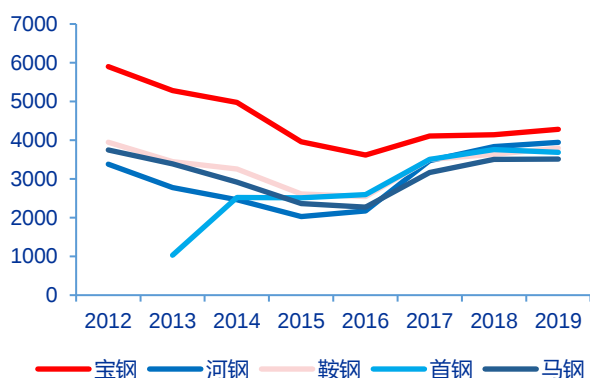


资料来源：Wind、申万宏源研究

2.6 公司产品吨钢毛利水平稳定且居于前列

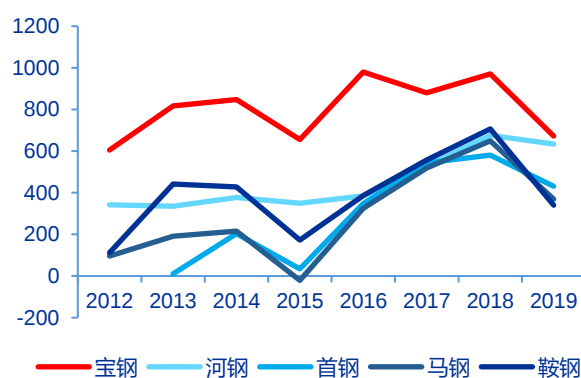
公司产品走高端化路线，吨钢毛利居前列。由于公司产品附加值较高，钢材产品吨钢成本远超其他板材生产企业，但公司持续实施削减成本，2019 年钢材吨钢成本为 4283 元/吨，较 2016 年相比仅增加 666 元/吨，增幅远低于其他公司。在高投入的同时，公司为客户配套优质服务，享有产品溢价优势，保障了公司吨钢毛利处于领先地位，2019 年钢材吨钢毛利为 672 元/吨，且近年来公司吨钢毛利稳定，2012-2020 年期间，公司吨钢毛利稳定在 600-1000 元/吨，且在行业低谷 2015 年，公司产品毛利仍为 656 元/吨，远高于其他规模可比公司吨钢毛利水平，显示出宝钢钢材产品价格具有明显抗跌性。

图 19：2012-2020Q3 可比钢企吨钢成本（元/吨）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 20：2012-2020Q3 可比钢企吨钢毛利（元/吨）



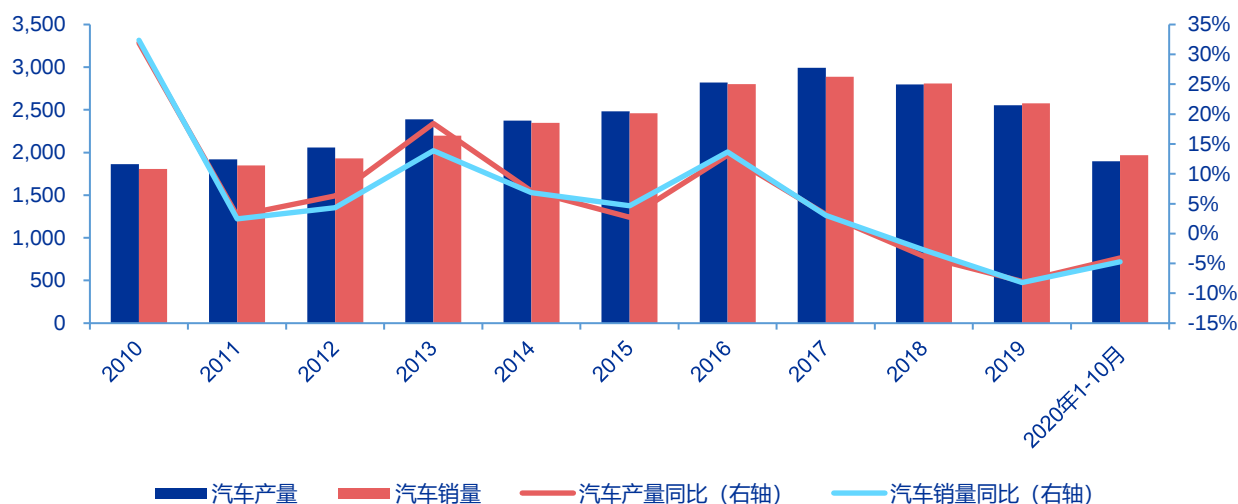
资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.公司以高端板材为产品结构核心，将大幅受益于制造业复苏

3.1 周期反转叠加换购需求将驱动汽车产量进一步上行

预计 2021 年汽车产销增速将会回升至 10% 左右。受 2020 年初疫情影响，汽车产销受到较大影响，1-3 月汽车产量累计同比下降 44.6%，销量累计同比下降 42.4%，而后随着国内疫情得到控制，汽车产销逐步复苏，截至 1-10 月，汽车产量累计同比下降 4.1%，销量累计同比下降 4.7%。四季度是汽车销售旺季，预计 2020 年全年汽车产销量分别达到 2463 万辆、2489 万辆，同比降幅收窄至 3.5%，而在 2021 年受周期反转叠加换购两大驱动因素下，预计汽车产销同比增速将达到 10%。

图 21：2010-2020 年 1-10 月汽车产销量及同比（万辆，%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

汽车用钢以薄板和优质钢材为主。根据统计，生产一辆汽车的原料中，钢材占比约 70%，汽车板占钢材比例为 52%。应用于汽车制造的钢材主要有型钢、中板、薄板、钢带、优质钢材、钢管等，其中以薄板和优质钢材为主。其中钢板约占 52%，优质钢（齿轮钢、轴承钢及弹簧钢等）占 31%，带钢占 6.5%，型钢占 6%，钢管占 1%，金属制品及其它占 5%。而在钢板中，热轧中板主要用于载重汽车车架纵梁、横梁、车厢横梁、车轮轮毂、轿车的滚形车轮轮辋、轮幅等。冷轧薄板主要应用于车身，要求钢板成形性能良好，表面质量好，厚度公差小。轿车车身用钢主要为镀锌板、热镀锌板。

汽车行业周期反转叠加换购驱动，2021 年汽车板需求预计将同比增长 10%。根据卓创资讯数据，生产一辆轿车需要耗费的钢材总量为 1.16 吨，SUV 和 MPV 乘用车的钢材单耗为 1.55 吨，交叉型乘用车的平均单车耗钢量为 0.88 吨，货车的平均单车耗钢量为 3.42 吨，客车钢材单耗为 4.49 吨。如果考虑到汽车零部件加工中损耗等因素，假设近年来汽车废钢产生率为 20%，那么 2020 年汽车耗钢量达到 4258 万吨，同比下降 3.5%，其中汽车板耗钢量为 2214 万吨，随着汽车行业周期反转叠加换购驱动，2021 年汽车总耗钢量预计将持大幅攀升至 4684 万吨，其中汽车板需求量将攀升至 2436 万吨，同比增长 10%。

表 3：2015-2021 年汽车用钢需求分析及测算（万辆，万吨）

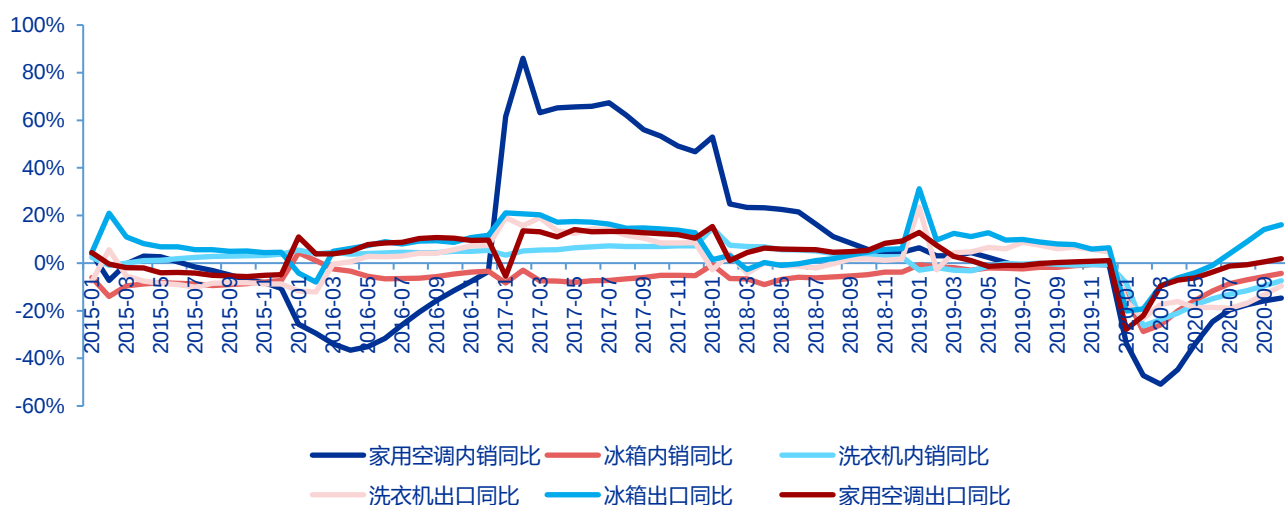
单位用钢量 (吨/辆)		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
汽车		2,484	2,819	2,994	2,797	2,553	2,463	2,710
乘用车		2,108	2,442	2,481	2,353	2,136	2,061	2,267
轿车	1.16	1,163	1,211	1,194	1,147	1,023	987	1,086
MPV	1.55	213	249	205	168	138	133	147
SUV	1.55	624	915	1,029	996	934	902	992
交叉型	0.88	108	67	53	42	40	39	43
商用车		342	370	421	428	436	421	463
重型货车	9.25	12	16	22	30	24	24	26
中型货车	4.10	11	15	17	14	11	10	11
轻型货车	1.80	147	147	163	173	172	166	183
微型货车	0.88	54	63	56	63	65	62	69
大型客车	9.00	0.12	0.07	0.00	0.05	0.14	0.13	0.15
中型客车	4.00	1.32	1.64	1.28	0.66	0.66	0.64	0.70
轻型客车	1.50	5.62	3.81	3.36	2.80	2.22	2.14	2.35
用钢量		3,228	3,807	3,974	3,876	3,530	3,406	3,747
用钢量同比			18%	4%	-2%	-9%	-4%	10%
废钢率		25%	22%	21%	20%	20%	20%	20%
耗钢量		4,303	4,881	5,030	4,845	4,412	4,258	4,684
耗钢量同比			13%	3%	-4%	-9%	-4%	10%
汽车板占比					52%			
汽车板耗钢量		2,238	2,538	2,615	2,519	2,294	2,214	2,436

资料来源：卓创资讯、Wind、申万宏源研究

3.2 需求复苏叠加政策刺激，白电内外销持续回暖

白电内外销企稳回升，消费利好政策频出。随着疫情形势逐渐转好，5月起，空调、冰箱和洗衣机内销出货量恢复，5-10月空调、冰箱和洗衣机内销出货量分别同比增长5.46%、5.52%和2.04%；下半年，随着海外对白电需求复苏，冰箱及家用空调累计出口量同比转正，1-10月冰箱出口累计同比增长16.18%，家用空调出口累计同比增长1.9%。叠加国家推出的一系列促进家电消费的政策，预计白电景气度将进一步回暖，且后期随着库存回补叠加换新周期到来，后续空调内销出货增速将得到提振。

图 22：2015 年至今三大白电内销、出口累积同比增速 (%)



资料来源：Wind、申万宏源研究

家电中白电用钢占比最大。家电用钢，尤其是白色家电用钢是钢材的一个重要下游用钢行业之一，虽然消费量相对于建筑和机械用钢较小，但具有需求稳定、附加值较高的特点，对钢铁企业的品种结构调整、产品升级、服务体系的构建具有重要意义。家电用钢（薄板）的主要使用部位包括冰箱面板、侧板，洗衣机箱体，空调室外机箱体、内部结构件，热水器、烤箱、微波炉壳体，显像管用防爆带，电脑机箱，微电机壳体，传真机、打印机、复印机等办公设备的内部件等。通常，家电行业产品中大家电产品用钢材约占 90% 左右，小家电用钢约占 10%，板材则占全部钢材消耗的 95%。

预计 2021 年家电板需求预计将攀升至 1463 万吨，同比增长 7.84%。按照平均每台洗衣机用 21 千克钢、每台冰箱用 34 千克钢、每台空调 30 千克钢来计算，上述 3 大主力产品耗钢量约占整个家电行业耗钢量的 80% 以上。假设 2021 年空调产量增长 10%，家用电冰箱、家用洗衣机产量同比增长 6%，则 2021 年家电总耗钢量预计将攀升至 1540 万吨，其中家电板需求预计将攀升至 1463 万吨，同比增长 7.84%。

表 4：2015-2021 年家电用钢分析及预测 (万台, 万吨, %)

	耗钢系数 (吨/台)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
空调产量	0.03	15,650	16,049	18,040	20,486	21,866	17,493	19,242
家用电冰箱产量	0.03	8,993	9,238	8,670	7,877	7,904	12,647	13,406
家用洗衣机产量	0.02	7,275	7,621	7,501	7,151	7,433	8,920	9,455
三大白电耗钢量		928	956	994	1,033	1,081	1,142	1,232
占家电用钢比例					80%			
家电用钢量		1,160	1,195	1,242	1,291	1,351	1,428	1,540
家电板占比					95%			
家电板		1,102	1,135	1,180	1,226	1,283	1,356	1,463

资料来源：卓创资讯、Wind、申万宏源研究

3.3 高端板材产能投放将带动公司大幅受益于制造业复苏

东山基地投产进一步提升超高强钢产能，公司将大幅受益于制造业复苏。目前，公司汽车板销量约为 1200 万吨，稳居全球前三位。作为宝武集团先进产能的传承基地，湛江基地正在建设钢铁三号高炉系统项目，该项目预计 2021 年 7 月投产，建成后，2021 年将增加铁水产量 200 万吨，主要品种包括冷轧超高强钢、高强高表面等级酸洗板、汽车板外板、热轧超高强钢等，高强高表面等高品质产品比例将得到明显提升，公司将进一步受益于制造业复苏，预计 2021 年公司板材产品毛利润将增加 11.9 亿元，同比增长 12%，2022 年板材毛利润将进一步增加 6.21 亿元，同比增长 2.61%。

4. 公司降本增效成效显著

4.1 原料采购渠道稳定，参与设立统一铁矿石采购共享平台

外矿依赖度在 90%以上。公司与主要供应商 BHPBilliton, RioTinto 和 CVRD 签订长期供货协议，上述长协矿可匹配年产 3000 万吨生铁的需求，为公司提供了可靠的原材料供应保障。此外，宝华瑞为宝钢股份和 CVRD 合资矿山项目，合资期限为 20 年，每年稳定向公司供应铁矿石 600 万吨，公司对其持股比例为 50%。

焦炭 90%为自产。煤炭采购方面，公司通过长期协议和相关投资方式已锁定了优质焦煤资源，同时通过日常的库存管控、资源落实和船货衔接保障各炼铁单元的资源稳定供给。公司与河南永城煤业、大屯煤业、平顶山煤业、山西焦煤等中国大型煤炭供应商确立了长期稳定的煤炭资源供应关系，煤炭长期协议供应量占公司需求量的 80%以上。焦炭采购方面，公司下属各子公司基本都拥有自备焦化厂，目前约 90%以上的焦炭为自产。另外，公司还通过产供研活动不断调整优化配煤方案及使用技术，大力开发新品种和新渠道，以降低总成本。

优化原料采购、库存及物流成本。2020 年上半年，公司通过谈判，对原料进行错峰采购、开发新品种等多种方式降低原料采购品种，并通过精细化管理，推进两金压控工作，矿、煤库存同比大幅下降 25%和 18%，物流方面通过优化船型，提升全流程管控，矿石直进率同比提升 17%，大幅降低物流成本。

公司参与设立铁矿石采购共享平台。2020 年 7 月，公司参与宝武集团旗下单位设立统一采购平台，推动宝武集团旗下铁矿石集中采购整合的工作，也对铁矿石港口装卸业务、物流安排进行了统筹，可充分发挥协同效应，进一步降低公司原料采购、物流及装卸成本。宝武集团是全球铁矿石最大的采购者，通过构建统一运作的原料资源共享平台，可以解决分散采购导致的资源平衡、谈判签约、金融服务、风险管理、物流配送、智慧供应链等痛点，实现保供、降本、增效及提升定价话语权。

表 5：2016-2019 年公司原料采购情况（万吨，%）

	2016	2017	2018	2019
进口原材料				
铁矿石	4022.9	7259	7076	7410.4
煤炭	410.4	479.6	460	416.9
国内采购原材料				
铁矿石	515.5	400.5	810.2	583.2
煤炭	1973.7	3335.6	2377.8	3254
碳钢废钢（含生铁）	152.8	322.9	403.2	522.4
石灰石	362.3	551.4	510.6	509.6
铁合金	39.1	68.3	60.3	72.3
铁矿进口比例	88.64%	94.77%	89.73%	92.70%
煤炭内采比例	82.79%	87.43%	83.79%	88.64%

资料来源：公司官网、申万宏源研究

4.2 公司持续坚持成本削减工作，成效显著

公司成本削减工作成效显著。2016 年至 2018 年，宝钢股份开展首轮三年成本变革，累计削减成本 192 亿元，实现多基地全覆盖，为公司经营业绩跑赢行业作出巨大贡献。

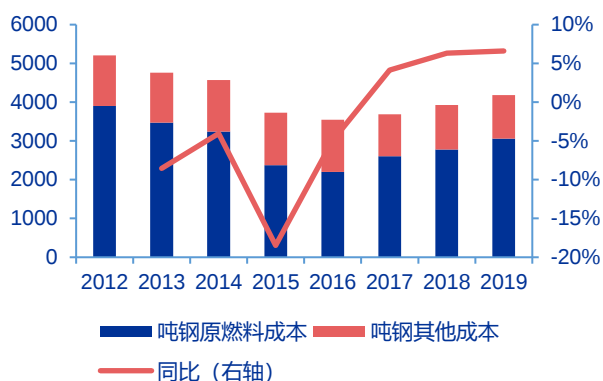
2019 年起实施新一轮三年成本削减工作，挑战 130 亿元目标。进入 2019 年，受原燃料价格、环保成本等持续攀升的影响，钢企经营压力加大，公司实施新一轮成本削减工作，围绕制造端效率提升、物流成本和研发费用优化、低效无效资产清理等细化变革举措，通过各工序对标找差，深度挖潜，形成高效、高品质、低成本协同制造能力，对外瞄准世界一流和国内先进民企，对内持续深化四基地对标，公司范围内铁水成本以东山基地为标杆，确保公司成本削减目标的实现。

截至 2020 年三季度，公司已削减成本超过 100 亿元。2019 至 2021 年，公司成本削减确保 100 亿，挑战 130 亿元。2019 年全年公司累计削减成本 54.3 亿元，大幅超出 2019 年年初目标 22.8 亿元，有效支撑公司经营业绩。2020 年初，公司预计全年成本环比削减 10.8 亿元，截至 2020 年前三季度，公司累计成本削减 49.0 亿元，超额完成年度目标，有效支撑公司经营业绩。其中降低制造成本 26.1 亿元，压缩期间费用 13.2 亿元，优化采购物流 9.6 亿元，目前公司已实现了成本削减 100 亿元的目标。

原料端、物流端成本削减。上半年，公司通过煤炭、铁合金、资材备件以及物流成本削减，覆盖了铁矿石原料成本上升的情况，从而使得原料采购成本下降。

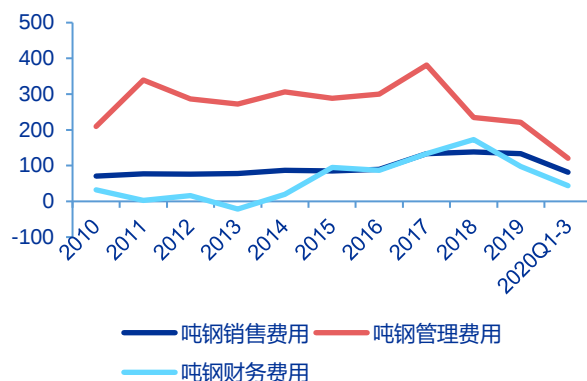
吨钢期间费用下降明显。（1）**管理费用：**由于青山基地劳动效率提升已经到了相对稳定阶段，辞退福利总额计提相应下降，带动管理费用下降；（2）**销售费用：**由于公司品牌效应逐步提升，销售人员逐步精简，且通过推进全流程、全体系库存管理，加大渠道产成品出清力度，公司销售费用逐步下降；（3）**财务费用：**由于公司有息负债平均融资成本同比下降 1.0 个百分点，叠加结构性存款运作，增加利息收入，带动吨钢财务费用下降。

图 23: 2012-2019 年吨钢变动成本 (元/吨)



资料来源：公司公告、申万宏源研究

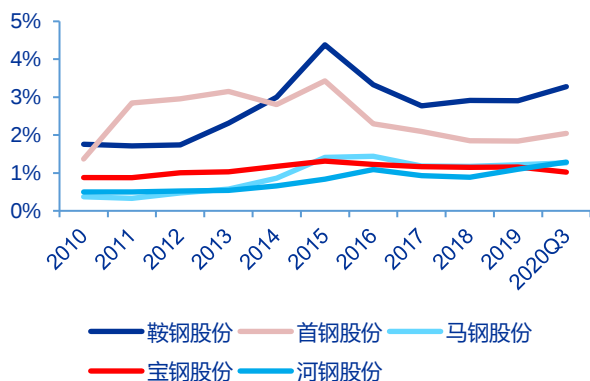
图 24: 2010-2020Q3 吨钢三费 (元/吨)



资料来源：公司公告、申万宏源研究

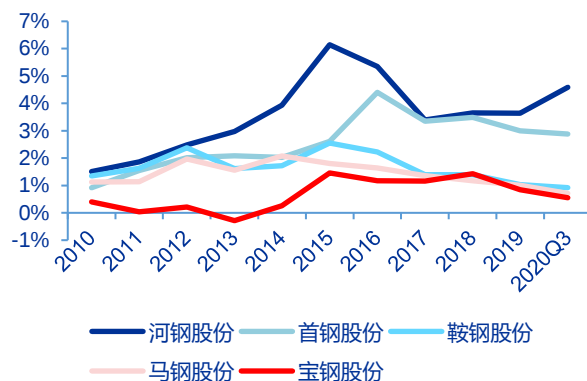
公司财务费用率及销售费用率处于主要板材生产企业低位水平。截至 2020 年三季度，公司财务费用率为 0.55%，销售费用率为 1.02%，低于主要板材类生产企业。

图 25: 2010-2020Q3 可比钢企销售费用率 (%)



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 26: 2010-2020Q3 可比钢企财务费用率 (%)



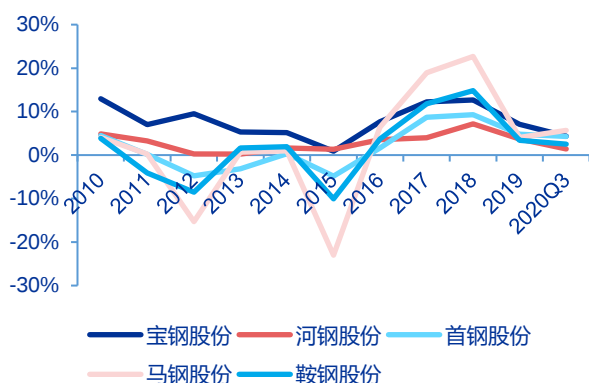
资料来源：公司公告、申万宏源研究

5. 公司财务报表健康，历年现金分红比例不低于 50%

5.1 公司盈利能力稳定，现金流充裕

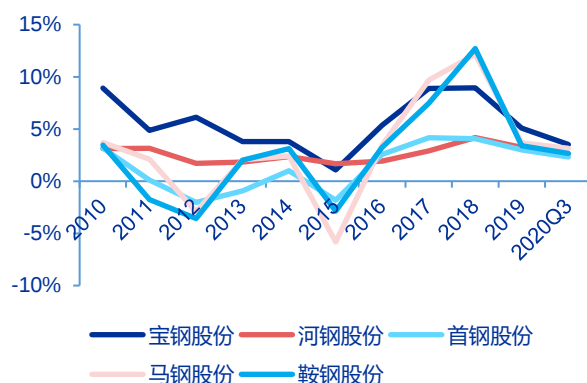
在规模可比企业中，公司盈利能力处于前列。公司盈利能力稳定，2010 年至今 ROE、ROA 均处于规模可比公司前列，截至 2020 年 3 季度，公司 ROE 为 4.39%，ROA 为 3.51%，处于规模可比公司前列。

图 27: 2010-2020Q3 规模可比钢企 ROE (%)



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

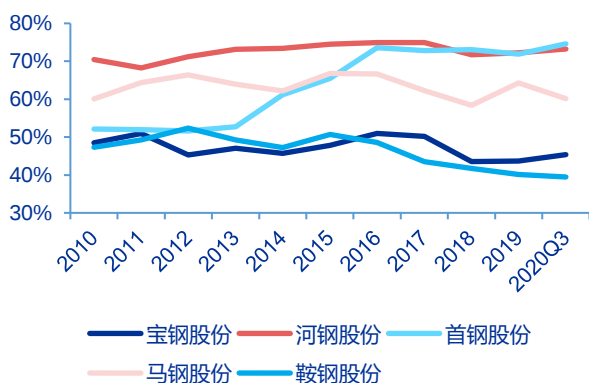
图 28: 2010-2020Q3 规模可比钢企 ROA (%)



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

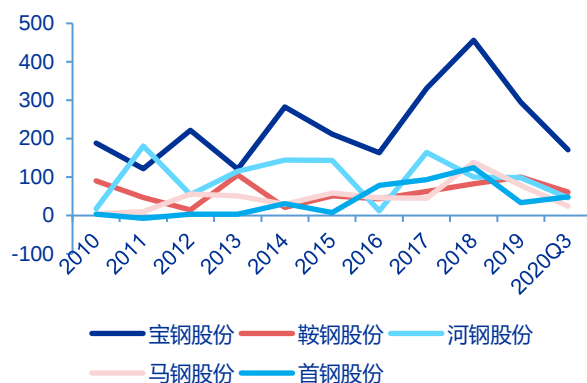
在规模可比企业中, 公司负债水平处于低位, 经营活动现金流净额处于高位。2010 年至 2020 年 3 季度, 公司资产负债率均居于规模可比公司较低水平, 经营现金流净额处于较高水平, 截至 2020 年 3 季度, 公司资产负债率为 45.34%, 远低于其他主要板材公司, 仅略高于鞍钢, 公司经营活动现金流净额为 170.69 亿元, 远高于其他主要板材公司。

图 29: 2010 年以来规模可比钢企资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

图 30: 规模可比钢企经营活动现金流净额 (亿元)



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

5.2 公司历年现金分红比例不低于 50%

公司每年现金分红比例不低于 50%。2012 年度股东大会审议通过《关于宝山钢铁股份有限公司修改章程的议案》, 将每股现金分红比例从之前的 40%调高至 50%。

公司股息率处于板材企业中较高水平。我们预计宝钢股份 2020 年-2021 年 EPS 分别为 0.59、0.60 元, 按照公司章程规定每股现金分红比例为 50%, 按照 12 月 10 日当日收盘价计算, 则 2020 年-2021 年, 对应股息率分别为 4.79%、4.87%, 低于华菱钢铁, 高于南钢、柳钢。

表 6：重点公司股息率比较（元、元/股，%）

		2020/12/10	20E-21E	20E	21E	20E	21E
代码	简称	收盘价	分红比例	EPS		股息率	
600019.SH	宝钢股份	6.16	0.5	0.59	0.6	4.79%	4.87%
000932.SZ	华菱钢铁	5.20	0.3	1.00	1.06	5.75%	6.09%
600282.SH	南钢股份	3.30	0.3	0.41	0.45	3.72%	4.13%
601003.SH	柳钢股份	5.17	0.3	0.68	0.72	3.97%	4.17%

资料来源：公司公告、申万宏源研究（可比公司使用 Wind 一致预期）

6.投资建议及盈利预测

随着我国制造业的进一步复苏，将会使得销量分布中汽车和家电占比超过 40%的宝钢股份大幅收益，同时伴随未来宝钢湛江基地三号高炉投产，公司高端板材产能将进一步提升，叠加持续降本增效，预计公司盈利能力将进一步转好，我们看好公司中长期发展。预计 2020-2022 年归母净利润分别为 130.49、133.88、136.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.60、0.61 元，2020 年 12 月 10 日股价对应 PE 为 10、10、10 倍。选取板材占比相对较高的上市钢企作为可比公司，2021 年平均 PE 为 14 倍，综合考虑我们给予公司 2021 年 14 倍的合理估值，对应 36%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表（亿元，元，倍）

证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	PB(LF)	EPS			PE		
		2020/12/10			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000709.SZ	河钢股份	2.26	239.98	0.49	0.15	0.17	0.19	15	14	12
000959.SZ	首钢股份	3.98	210.52	0.74	0.21	0.20	0.22	19	19	18
600808.SH	马钢股份	2.74	197.18	0.76	0.23	0.27	0.25	12	10	11
000898.SZ	鞍钢股份	3.19	293.86	0.57	0.18	0.24	0.22	17	14	15
钢铁行业平均				0.64	0.19	0.22	0.22	16	14	14
600019.SH	宝钢股份	6.16	1,371.80	0.76	0.59	0.60	0.61	10	10	10

资料来源：Wind、申万宏源研究（可比公司使用 Wind 一致预期）

表 8：宝钢股份毛利拆分（百万）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	305,205	292,057	285,466	295,353	302,856
营业收入	304,779	291,594	284,766	294,903	302,396
产品	305,205	292,057	285,466	295,353	302,856
钢材业务	213,235	201,473	196,448	207,468	215,835
冷轧碳钢板卷	95,114	86,351	85,384	89,836	93,682
热轧碳钢板卷	78,987	75,354	74,004	78,568	82,558
钢管产品	14,106	14,112	13,004	13,795	13,947
长材产品	7,891	8,224	7,578	7,960	8,080
其他钢铁产品（刨除长材）	17,137	17,432	16,478	17,308	17,569

其它业务	91,970	90,584	89,019	87,885	87,021
其它业务 (其他类金融业务收入)	425	463	700	450	460
其它业务 (非其他类金融业务收入)	91,544	90,121	88,319	87,435	86,561
营业成本	259085	259871	254074	262476	269163
产品	259085	259871	254074	262476	269163
钢材业务	175,732	178,671	174,497	183,696	191,171
冷轧碳钢板卷	79623	77120	75468	79302	82832
热轧碳钢板卷	63785	67639	66190	70182	73867
钢管产品	12313	12430	12037	12540	12635
长材产品	6477	6599	6390	6657	6708
其他钢铁产品 (刨除长材)	13534	14883	14412	15015	15129
其它业务	83353	81200	79576	78780	77993
毛利	45,694	31,723	30,693	32,426	33,233
产品	46,120	32,186	31,393	32,876	33,693
钢材业务	37,503	22,802	21,950	23,771	24,665
冷轧碳钢板卷	15,491	9,231	9,916	10,535	10,851
热轧碳钢板卷	15,202	7,715	7,814	8,385	8,691
钢管产品	1,793	1,682	967	1,255	1,311
长材产品	1,414	1,625	1,188	1,303	1,372
其他钢铁产品 (刨除长材)	3,603	2,549	2,065	2,293	2,440
其它业务	8,617	9,384	9,442	9,105	9,028
毛利率(%)	14.99	10.88	10.78	11.00	10.99
产品	15.11	11.02	11.00	11.13	11.13
钢材业务	17.59	11.32	11.17	11.46	11.43
冷轧碳钢板卷	16.29	10.69	11.61	11.73	11.58
热轧碳钢板卷	19.25	10.24	10.56	10.67	10.53
钢管产品	12.71	11.92	7.44	9.10	9.40
长材产品	17.92	19.76	15.68	16.37	16.98
其他钢铁产品 (刨除长材)	21.02	14.62	12.53	13.25	13.89
其它业务	9.4	10.4	10.61	10.36	10.38

资料来源: Wind、申万宏源研究

合并损益表 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	305,507	292,057	285,466	295,353	302,856
营业收入	305,081	291,594	284,766	294,903	302,396
营业总成本	282,463	281,609	272,907	283,285	290,331
税金及附加	1,625	1,266	1,199	1,270	1,333
销售费用	3,502	3,381	2,983	3,249	3,331
管理费用	5,991	5,582	4,282	5,316	5,451
研发费用	7,054	8,864	8,564	9,451	9,691
财务费用	4,375	2,460	1,543	1,336	1,179
其他收益	598	574	500	550	560
投资收益	4,120	3,700	3,621	3,813	3,711
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	189	257	0	0	0
信用减值损失	0	-42	0	0	0
资产减值损失	-319	323	-370	97	59
资产处置收益	0	255	85	113	151
营业利润	27,950	15,515	16,396	16,641	17,007
营业外收支	-365	-521	-592	-492	-535
利润总额	27,585	14,994	15,804	16,149	16,472
所得税	4,540	1,525	1,620	1,628	1,697
净利润	23,044	13,469	14,184	14,521	14,775
少数股东损益	1,596	1,046	1,135	1,133	1,108
归属于母公司所有者的净利润	21,449	12,423	13,049	13,388	13,667

资料来源: Wind、申万宏源研究

合并现金流量表 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	23,044	13,469	14,184	14,521	14,775
加: 折旧摊销减值	19,504	18,760	11,851	13,026	14,714
财务费用	4,298	2,307	1,543	1,336	1,179
非经营损失	-4,612	-4,367	-3,402	-4,038	-3,890
营运资本变动	2,983	-1,132	17,412	1,801	2,302
其它	350	467	-2,901	-3,916	59
经营活动现金流	45,568	29,504	38,686	22,730	29,138
资本开支	12,625	16,898	15,915	15,887	15,849
其它投资现金流	8,499	-5,331	3,347	749	2,189
投资活动现金流	-4,126	-22,229	-12,568	-15,137	-13,660
吸收投资	426	215	-20	0	0
负债净变化	-58,542	-69,062	-3,643	0	0
支付股利、利息	13,728	14,087	1,543	1,336	1,179
其它融资现金流	26,647	71,449	-111	17	26

融资活动现金流	-45,197	-11,485	-5,317	-1,319	-1,153
净现金流	-3,860	-4,252	20,800	6,274	14,325

资料来源：Wind、申万宏源研究

合并资产负债表（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	120,734	130,564	162,474	170,763	185,422
现金及等价物	19,141	14,319	35,435	42,068	56,643
应收款项	51,742	46,300	48,880	48,432	48,467
存货净额	41,569	40,300	45,172	45,274	44,324
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	8,281	29,645	32,989	34,989	35,989
长期投资	31,669	32,598	33,442	36,014	37,248
固定资产	158,493	155,904	160,352	163,210	164,483
无形资产及其他资产	24,954	20,567	19,482	19,853	19,959
资产总计	335,850	339,633	375,751	389,839	407,113
流动负债	133,677	132,587	155,129	154,418	156,733
短期借款	43,616	16,711	13,068	13,068	13,068
应付款项	72,560	70,425	70,642	72,494	74,032
其它流动负债	17,500	45,451	71,419	68,856	69,634
非流动负债	12,597	15,830	15,140	15,322	15,431
负债合计	146,274	148,417	170,269	169,740	172,164
股本	22,268	22,274	22,269	22,269	22,269
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	49,005	49,286	49,273	49,281	49,275
其他综合收益	-348	-882	-782	-692	-612
盈余公积	32,629	34,208	35,867	37,569	39,306
未分配利润	73,314	73,136	84,526	96,213	108,142
少数股东权益	12,670	13,163	14,298	15,430	16,538
股东权益	189,576	191,216	205,481	220,100	234,949
负债和股东权益合计	335,850	339,633	375,751	389,839	407,113

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。