

中信证券研究部

核心观点



唐川林
首席钢铁分析师
S1010519060002



联系人：胥洞茜

公司三季度盈利水平受原材料压制明显。随着铁矿石价格的大幅回落，公司产品结构的不断优化及出厂价环比抬升，预计公司盈利能力将持续好于行业，四季度盈利情况有望迎来回升。

- **公司前三季度业绩同比下降 43.65%。**公司 2019 年前三季度实现营业收入 2172.10 亿元，同比下降 3.73%，实现归属净利润 88.74 亿元，同比下滑 43.65%。分季度看，公司 2019Q3 单季实现营业收入 761.23 亿元，同比下滑 1.01%，实现归属净利润 26.87 亿元，同比下滑 53.17%。
- **产量同比增长明显，有望顺利实现本年经营目标。**2019 年前三季度公司产量增长明显，累计完成铁产量 3462.3 万吨，钢产量 3672.3 万吨，商品坯材销量 3545.8 万吨，同比分别增长 31.9%/32.5%/33.2%，三个环节分别完成了年度生产计划的 76.2%/76.2%/75.8%，全年生产经营计划有望顺利完成。
- **产品价格走势分化，管材价格韧性较强。**三季度公司 2019Q3 单季度钢材平均售价 4285 元，同比下滑 5.16%，环比下滑 1.86%。分产品来看板带材吨售价 4179 元，同比下降 5.32%，环比下降 1.80%，管材吨售价 6458 元，环比增长 0.99%，同比增长 4.01%。
- **降本增效效果显著，资本结构环比向好。**公司前三季度累计成本削减 47.7 亿元，已超额完成全年实现成本环比削减 38.6 亿元的目标，正式员工劳动效率提升 5.3%，其中管理人员提升 7.1%。公司 2019Q3 资产负债率 45.56%，同比下降 2.04 个百分点，环比下降 0.25 个百分点，经营活动产生的现金流量净额为 101.57 亿，环比增加 26%，资本结构有所改善。
- **风险因素：**汽车产销持续低迷；宏观经济增速大幅度下滑。
- **投资建议：**三季度由于原材料端价格抬升导致公司业绩明显承压，但随着铁矿石价格的大幅回落以及四季度公司主要产品出厂价较三季度明显抬升，预计公司四季度盈利水平将迎来一定好转。综合考虑上述分析，我们将公司 2019-21 年 EPS 预测由 0.65/0.75/0.80 元下调至 0.55/0.59/0.64 元。按 2019 年 0.9 倍 PB 估值，将目标价下调为 7.18 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	289,497.79	305,204.87	297,291.39	302,041.39	306,791.39
营业收入增长率	56%	5%	-3%	2%	2%
净利润(百万元)	19,170.34	21,565.16	12,168.90	13,091.24	14,199.95
净利润增长率	114%	12%	-44%	8%	8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.86	0.97	0.55	0.59	0.64
毛利率%	14%	15%	11%	11%	11%
净资产收益率 ROE%	11.66%	12.20%	6.84%	7.09%	7.40%
每股净资产(元)	7.38	7.94	7.98	8.29	8.62
PE	6.52	5.78	10.27	9.55	8.80
PB	0.76	0.71	0.70	0.68	0.65

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 11 月 8 日收盘价

宝钢股份	600019
评级	买入（维持）
当前价	5.61 元
目标价	7.18 元
总股本	22,274 百万股
流通股本	22,101 百万股
52 周最高/最低价	7.98/5.61 元
近 1 月绝对涨幅	-5.24%
近 6 月绝对涨幅	-11.98%
近 12 月绝对涨幅	-19.05%

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	289,498	305,205	297,291	302,041	306,791
营业成本	248,425	259,085	263,763	269,088	272,413
毛利率	14.19%	15.11%	11.28%	10.91%	11.21%
营业税金及附加	1,880	1,623	1,450	1,680	1,612
销售费用	3,366	3,493	3,496	3,507	3,560
营业费用率	1.16%	1.14%	1.18%	1.16%	1.16%
管理费用	9,632	5,927	7,832	6,911	7,551
管理费用率	3.33%	1.94%	2.63%	2.29%	2.46%
财务费用	3,370	4,366	1,481	981	274
财务费用率	1.16%	1.43%	0.50%	0.32%	0.09%
投资收益	3,042	4,123	3,583	3,853	3,718
营业利润	24,924	28,183	15,964	17,229	18,625
营业利润率	8.61%	9.23%	5.37%	5.70%	6.07%
营业外收入	275	312	342	309	321
营业外支出	1,164	679	786	876	780
利润总额	24,035	27,816	15,520	16,662	18,165
所得税	3,632	4,538	2,665	2,699	3,009
所得税率	15.11%	16.31%	17.17%	16.20%	16.56%
少数股东损益	1,233	1,713	686	872	957
归属于母公司股东的净利润	19,170	21,565	12,169	13,091	14,200
净利率	6.62%	7.07%	4.09%	4.33%	4.63%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	17,857	16,959	17,209	17,633	19,021
存货	39,488	41,505	47,486	44,774	46,006
应收账款	43,936	41,826	39,628	42,498	42,036
其他流动资产	32,011	19,798	22,896	22,351	22,763
流动资产	133,293	120,089	127,219	127,255	129,826
固定资产	154,222	150,718	144,024	135,794	125,992
长期股权投资	17,286	18,985	18,985	18,985	18,985
无形资产	12,384	12,314	12,114	11,914	11,714
其他长期资产	33,050	33,035	34,142	33,260	34,350
非流动资产	216,942	215,052	209,264	199,952	191,041
资产总计	350,235	335,141	336,483	327,207	320,867
短期借款	60,282	38,324	29,856	16,878	0
应付账款	39,673	45,931	48,085	46,578	48,370
其他流动负债	63,251	49,049	54,984	52,552	52,920
流动负债	163,207	133,303	132,925	116,008	101,290
长期借款	413	5,610	5,610	5,610	5,610
其他长期负债	12,142	6,982	6,982	6,982	6,982
非流动性负债	12,556	12,592	12,592	12,592	12,592
负债合计	175,762	145,896	145,517	128,600	113,882
股本	22,268	22,268	22,274	22,274	22,274
资本公积	48,715	49,582	49,575	49,575	49,575
归属于母公司所有者权益合计	164,433	176,763	177,797	184,567	191,987
少数股东权益	10,040	12,483	13,168	14,040	14,997
股东权益合计	174,472	189,245	190,966	198,607	206,984
负债股东权益总计	350,235	335,141	336,483	327,207	320,867

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	24,035	27,816	15,520	16,662	18,165
所得税支出	-3,632	-4,538	-2,665	-2,699	-3,009
折旧和摊销	18,353	19,179	19,544	21,096	22,648
营运资金的变化	-7,943	2,895	1,161	-3,022	1,362
其他经营现金流	2,264	254	-1,549	-2,846	-3,373
经营现金流合计	33,077	45,606	32,010	29,190	35,794
资本支出	-13,277	-12,760	-13,912	-11,925	-13,900
投资收益	3,042	4,123	3,583	3,853	3,718
其他投资现金流	-1,489	4,450	-348	-415	-291
投资现金流合计	-11,724	-4,186	-10,677	-8,487	-10,473
发行股票	1,590	426	0	0	0
负债变化	219,573	252,354	-8,468	-12,977	-16,878
股息支出	-10,021	-11,134	-11,134	-6,322	-6,780
其他融资现金流	-225,524	-286,807	-1,481	-981	-274
融资现金流合计	-14,382	-45,161	-21,083	-20,280	-23,932
现金及现金等价物净增加额	6,972	-3,741	250	424	1,389

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	55.89%	5.43%	-2.59%	1.60%	1.57%
营业利润增长率	114.95%	13.08%	-43.36%	7.93%	8.10%
净利润增长率	113.82%	12.49%	-43.57%	7.58%	8.47%
毛利率	14.19%	15.11%	11.28%	10.91%	11.21%
EBITDA Margin	15.84%	16.32%	12.06%	12.54%	13.08%
净利率	6.62%	7.07%	4.09%	4.33%	4.63%
净资产收益率	11.66%	12.20%	6.84%	7.09%	7.40%
总资产收益率	5.47%	6.43%	3.62%	4.00%	4.43%
资产负债率	50.18%	43.53%	43.25%	39.30%	35.49%
所得税率	15.11%	16.31%	17.17%	16.20%	16.56%
股利支付率	52.27%	51.63%	51.95%	51.79%	51.87%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。