投资评级 优于大市 维持

股票数据

08 月 28 日收盘价(元)	4.98
52 周股价波动（元）	4.45-6.34
总股本/流通 A 股（百万股）	22271/22156
总市值/流通市值（百万元）	110911/110337

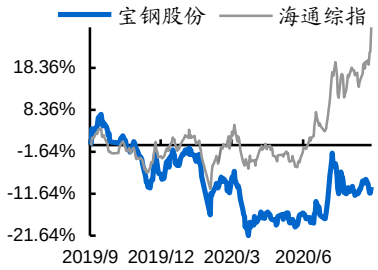
相关研究

《成本消减继续进行，东山新产能值得期待》2020.04.29

《归母净利环比下行，削减成本效果显著》2019.10.27

《二季度盈利环比改善，成本削减效果显著》2019.08.24

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	1.4	8.3	8.0
相对涨幅（%）	-4.6	-8.8	-17.6

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:zhl11756@htsec.com
证书:S0850519090001

成本削减成效明显，Q2 业绩环比大幅改善

投资要点:

- **事件:**

- **公司 20Q2 实现归母净利润 24.66 亿元，环比增 60.49%。**公司 20H1 实现营业收入 1297.72 亿元，同比下行 7.88%，实现归母净利润 40.02 亿元，同比下行 36.87%。20Q2 实现营业收入 697.99 亿元，同比下行 7.55%，实现归母净利润 24.66 亿元，同比下行 28.76%，环比上行 60.49%。

- **点评:**

- **公司 20H1 共生产铁、钢、材分别为 2199.3、2345.7、2232.4 万吨，同比小幅下滑 3.65%、3.41%、0.12%，整体平稳。**我们认为在新冠疫情影响下，公司覆盖全厂的智慧制造系统优势尽显，不仅保持生产的稳定顺行，提升生产效率，更实现了疫情期间不停产，使疫情防控和稳产高产取得了有效平衡 。

- **成本削减继续进行。**公司继续推进对标找差，加大配煤配矿结构优化、物流成本削减等手段，上半年实现成本削减 36.5 亿元，其中削减制造成本 20.43 亿元、原料采购物流成本 7.04 亿元。我们认为公司成本削减成绩斐然，有效的支撑了公司的经营业绩。

- **预计三、四季度盈利回升。**一季度受疫情影响钢价走低，4-5 月随着复工复产推进钢材需求回升但整体钢材仍处低位，叠加铁矿价格一路走高导致钢企盈利承压。我们预计下半年铁矿价格可能回落，有利于钢企盈利。

- **公司财务费用率和管理费用率下行，资产负债率小幅提升。**公司 Q2 财务费用率与管理费用率下行，其中管理费用率下行 0.69 个百分点至 3.93%，有效的减少公司期间费用率，提升净利率。公司截至二季度末资产负债率小幅上行至 46.02%，但依旧维持 50%以下，流动比率小幅提升，但偿债能力整体健康。

- **盈利预测及投资评级。**公司为钢铁行业龙头企业，降本增效成果显现，我们预计随着疫情过去、需求逐渐复苏以及铁矿石价格回落，公司三、四季度盈利仍有小幅回升。总体上我们预计公司 2020-2021 年 EPS 为 0.39、0.41 元，每股净资产为 8.20、8.43 元。参考可比公司估值，考虑到公司为行业龙头，我们给予其 2020 年 0.7-0.8 倍 PB，合理价值区间 5.74-6.56 元，维持“优于大市”评级。

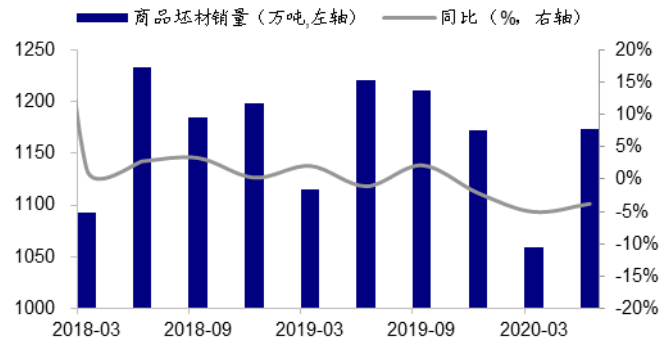
- **风险提示。**汽车家电产销低迷；汽车板竞争加剧；宝武协同不达预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	305507	292057	287545	292353	299755
(+/-)YoY(%)	5.5%	-4.4%	-1.5%	1.7%	2.5%
净利润(百万元)	21449	12423	8588	9121	10370
(+/-)YoY(%)	11.9%	-42.1%	-30.9%	6.2%	13.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.96	0.56	0.39	0.41	0.47
毛利率(%)	15.1%	11.0%	9.1%	9.3%	9.6%
净资产收益率(%)	12.1%	7.0%	4.7%	4.9%	5.3%

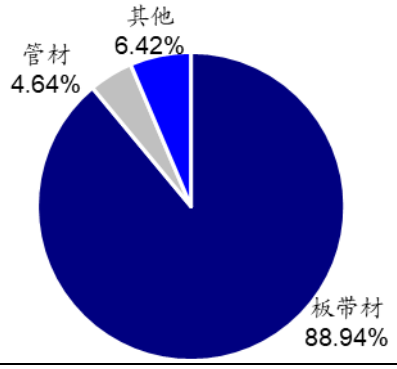
资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 公司单季度商品坯材销量变化情况



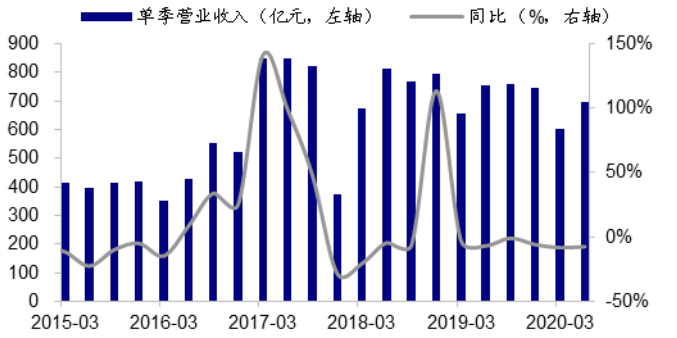
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 公司 20H1 分产品产量情况



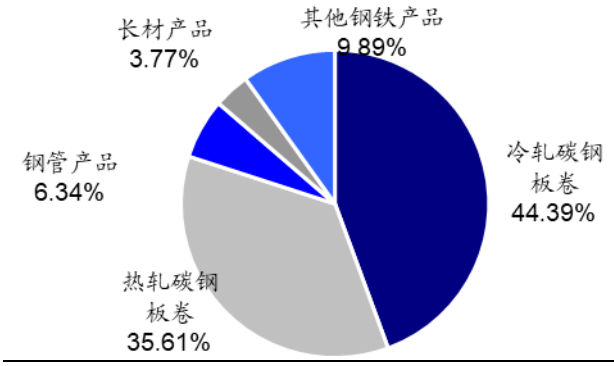
资料来源：公司 2020 年半年报，海通证券研究所

图3 公司单季度营业收入变化情况



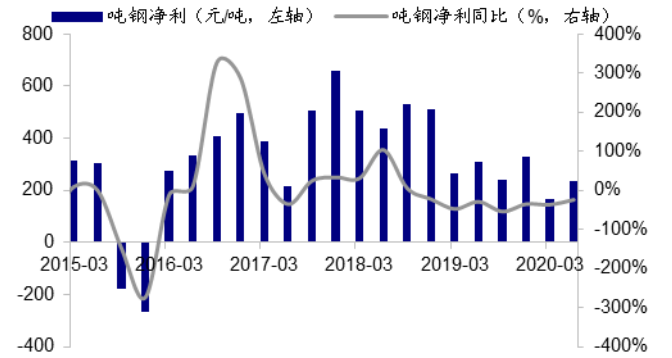
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 公司 20H1 分产品营收占比



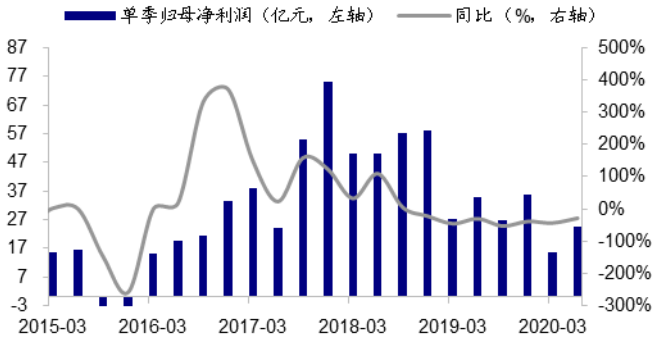
资料来源：公司 2020 年半年报，海通证券研究所

图5 公司单季度吨钢净利变化情况



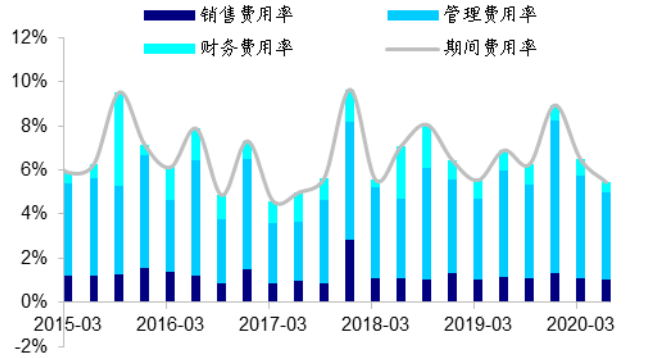
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 公司单季度归母净利润变化情况



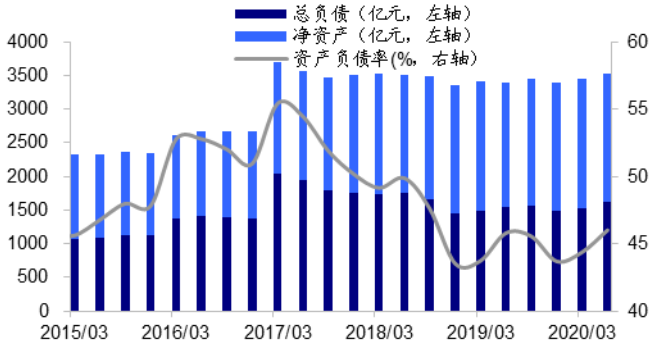
资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 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8 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

表 1 公司主营业务预测主要假设

	主要假设
产量	2020 年公司产量保持稳定，2021-2022 年东山基地三高炉投产热轧与冷轧产量有望增长
价格	2020 年预计钢价下跌，2021-2022 年预计钢材价格企稳
毛利率	预计公司 2020 年毛利率下跌。2021-2022 年钢材毛利率小幅回升

资料来源：海通证券研究所

表 2 主营业务分项预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
冷轧碳钢板卷					
销量（万吨）	1852	1781	1745	1798	1852
平均售价(元/吨)	5136	4848	4703	4656	4703
收入(亿元)	951.14	863.51	820.85	837.02	870.76
成本（亿元）	796.23	771.20	738.77	753.32	783.68
吨毛利（元/吨）	836	518	470	466	470
热轧碳钢板卷					
销量（万吨）	2054	2107	2149	2235	2325
平均售价(元/吨)	3846	3576	3541	3576	3612
收入(亿元)	789.87	753.54	760.92	799.28	839.56
成本（亿元）	637.85	676.39	696.25	727.34	755.60
吨毛利（元/吨）	740	366	301	322	361
钢管产品					
销量（万吨）	222	219	221	221	221
平均售价(元/吨)	6354	6444	6379	6316	6252
收入(亿元)	141.06	141.12	141.11	139.69	138.30
成本（亿元）	123.13	124.30	127.00	125.03	123.09
吨毛利（元/吨）	808	768	638	663	688
长材产品					
销量（万吨）	179	197	199	199	199
平均售价(元/吨)	4408	4175	4049	3968	3955
收入(亿元)	78.91	82.24	80.57	78.96	78.70
成本（亿元）	64.77	65.99	70.10	67.12	66.10
吨毛利（元/吨）	790	825	526	595	633
其他钢铁产品					
销量（万吨）	403	414	418	418	424
平均售价(元/吨)	4252	4211	4084	4003	3989
收入(亿元)	171.37	174.32	170.78	167.37	169.03
成本（亿元）	135.34	148.83	153.70	150.63	152.13
吨毛利（元/吨）	894	616	408	400	399
其他业务					
收入(亿元)	915.44	901.21	901.21	901.21	901.21
成本（亿元）	833.53	812.00	829.11	829.11	829.11

资料来源：Wind，2018-2019年报，海通证券研究所

表 3 可比公司估值情况（2020-8-28 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）
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E
000959.SZ	首钢股份	5.28	0.16	0.18	0.20	33.74	29.50	26.35	0.56
000709.SZ	河钢股份	2.24	0.15	0.17	0.19	14.95	13.58	11.70	0.44
600282.SH	南钢股份	3.26	0.41	0.46	0.51	8.12	7.16	6.48	1.01
000932.SZ	华菱钢铁	4.93	0.83	0.90	0.96	5.83	5.41	5.03	0.94
600782.SH	新钢股份	4.37	0.85	0.88	0.98	5.16	4.94	4.46	0.56
	均值		0.48	0.52	0.57	13.56	12.12	10.80	0.70

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。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.56	0.39	0.41	0.47
每股净资产	7.99	8.20	8.43	8.72
每股经营现金流	1.32	0.90	0.98	1.01
每股股利	0.28	0.18	0.18	0.18
价值评估（倍）				
P/E	8.78	12.71	11.97	10.52
P/B	0.61	0.60	0.58	0.56
P/S	0.37	0.38	0.37	0.36
EV/EBITDA	4.42	5.74	5.59	5.03
股息率%	**5.7%**	**3.7%**	**3.7%**	**3.7%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	11.0%	9.1%	9.3%	9.6%
净利润率	4.3%	3.0%	3.1%	3.5%
净资产收益率	7.0%	4.7%	4.9%	5.3%
资产回报率	3.7%	2.5%	2.6%	2.9%
投资回报率	5.4%	3.0%	3.1%	3.6%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-4.4%	-1.5%	1.7%	2.5%
EBIT 增长率	-53.1%	-40.3%	7.0%	15.3%
净利润增长率	-42.1%	-30.9%	6.2%	13.7%
偿债能力指标				
资产负债率	43.7%	42.9%	42.1%	40.8%
流动比率	0.98	0.98	0.98	1.03
速动比率	0.64	0.63	0.62	0.65
现金比率	0.10	0.08	0.08	0.09
经营效率指标				
应收帐款周转天数	13.59	14.20	14.00	14.07
存货周转天数	56.60	57.23	57.02	57.09
总资产周转率	0.86	0.84	0.84	0.85
固定资产周转率	1.98	1.94	1.96	2.06

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**292057**	**287545**	**292353**	**299755**
营业成本	259871	261492	265255	270971
毛利率%	11.0%	9.1%	9.3%	9.6%
营业税金及附加	1266	1341	1332	1376
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	3381	3318	3377	3462
营业费用率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	5582	5543	5620	5768
管理费用率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
EBIT	13093	7819	8368	9645
财务费用	2460	1384	1317	1118
财务费用率%	0.8%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	323	0	0	0
投资收益	3700	3721	3757	3861
营业利润	**15515**	**10888**	**11580**	**13170**
营业外收支	-521	0	0	0
利润总额	**14994**	**10888**	**11580**	**13170**
EBITDA	32133	21626	22157	23440
所得税	1525	1633	1737	1975
有效所得税率%	10.2%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	1046	666	723	824
归属母公司所有者净利润	**12423**	**8588**	**9121**	**10370**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	12423	8588	9121	10370
少数股东损益	1046	666	723	824
非现金支出	18760	13808	13788	13795
非经营收益	-1592	-2260	-2428	-2717
营运资金变动	-1132	-794	636	189
经营活动现金流	**29504**	**20008**	**21840**	**22461**
资产	-16898	-18904	-19815	-14839
投资	-8552	0	0	0
其他	3221	3721	3757	3861
投资活动现金流	**-22229**	**-15183**	**-16058**	**-10978**
债权募资	87165	-1632	-1255	-4145
股权募资	215	-3	0	0
其他	-98864	-5628	-5527	-5338
融资活动现金流	**-11485**	**-7263**	**-6782**	**-9483**
现金净流量	**-4252**	**-2439**	**-1000**	**2000**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13439	11000	10000	12000
应收账款及应收票据	11505	11187	11213	11552
存货	40300	41001	41439	42384
其它流动资产	65321	66266	66063	66339
流动资产合计	130564	129454	128714	132274
长期股权投资	19393	19393	19393	19393
固定资产	147436	148167	148874	145590
在建工程	8468	13468	19468	24468
无形资产	11887	11577	11227	10890
非流动资产合计	209069	214332	220557	221795
资产总计	**339633**	**343786**	**349271**	**354069**
短期借款	13068	11436	10181	6036
应付票据及应付账款	43586	44541	44951	45999
预收账款	22372	20922	21646	22067
其它流动负债	53561	54589	54352	54633
流动负债合计	132587	131489	131131	128734
长期借款	2008	2008	2008	2008
其它长期负债	13823	13823	13823	13823
非流动负债合计	15830	15830	15830	15830
负债总计	**148417**	**147319**	**146961**	**144565**
实收资本	22274	22271	22271	22271
归属于母公司所有者权益	178053	182638	187759	194129
少数股东权益	13163	13829	14551	15376
负债和所有者权益合计	**339633**	**343786**	**349271**	**354069**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 28 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2019），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,博威合金,新钢股份,雅化集团,华菱钢铁,紫金矿业,永兴材料,宝钢股份,太钢不锈,华友钴业,四通新材,南钢股份,菲利华,盛达资源,洛阳钼业,中矿资源

投资评级说明

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； 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。	类　别	评　级	说　明
	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。
	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范围包括证券投资咨询业务。