国产矿占比高，成本上涨影响小

鞍钢股份(000898)

投资评级：中性（维持评级）

当前价格(元):	3.18
合理价格区间(元):	3.24~3.46

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

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

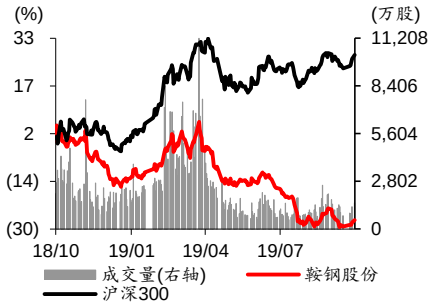
相关研究

1《鞍钢股份(000898 SZ,中性): 业绩符合预期，Q2 环比大幅改善》2019.09

2《鞍钢股份(000898,中性): 业绩符合预期，下半年盈利承压》2019.07

3《鞍钢股份(000898,增持): 2019Q1 盈利同比下滑 78%》2019.04

一年内股价走势图



资料来源：Wind

Q3 业绩预计同比下滑 88%

2019 年 10 月 14 日，鞍钢股份（下称“公司”）发布 2019 年三季报业绩预告，预计前三季度、19Q3 分别实现归母净利润 17.22 亿元（yoy-75%）、2.97 亿元（yoy-88%），19Q3 业绩好于此前预期，我们预计公司未兑付银行承兑汇票风险或尚未体现，我们前期全额计提减值损失的假设或偏保守。此外，公司国产矿占比高，受成本上涨影响相对较小。综上，我们调整盈利预测，2019-21 年 EPS 0.23、0.25、0.27 元（前值 0.20、0.32、0.34 元），目标价 3.24-3.46 元，维持“中性”评级。

Q3 钢价普跌，板材盈利仍未好转

据中联钢，19Q3 五大钢材价格同、环比普跌，螺纹、线材、热轧、冷轧、中厚板均价（均不含税）分别为 3473、3701、3352、3893、3441 元/吨，同比分别变动-8.7%、-7.4%、-9.4%、-7.3%、-9.5%，环比分别变动-4.3%、-2.4%、-3.9%、-1.0%、-3.7%。受汽车产销低迷、成本上行影响，板材利润依然走弱，19Q3，螺纹、线材、热轧、冷轧、中厚板吨钢毛利同比分别变动-74%、-62%、-106%、-90%、-99%，较前值分别变动-50、-37、-46、-32、-39pct。公司产品多为板材，业绩受拖累较大。

成本端上涨对公司影响较小

据中联钢，19Q3 铁矿价格依旧强势，按滞后一月计算，唐山铁精粉、澳洲矿均价（不含税）分别为 708、729 元/吨，同比+189、+306 元/吨；+93、+134 元/吨。我们认为，国产矿同、环比涨幅远低于进口矿，公司国产矿占总量约 60%多，业绩受成本上涨影响较小。

Q4 汽车产销或改善利好卷板，公司业绩有望受益

据乘联会，9 月全国狭义乘用车（剔除微客）产量、批发销量、零售销量环比分别+11.2%、+17.2%、+14.0%，同比分别-6.9%、-6.0%、-6.5%，同比较前值分别-4.8、+1.9、+3.4pct。我们认为，批发、零售端转好，且考虑低基数因素，四季度汽车产销或继续回升，利好下游需求含汽车的钢企。此外，因钢卷运输货车超载，致使无锡高架桥坍塌，可能导致钢卷运输监管趋严，或提振热卷价格，且 Q4 矿价或环比回调，公司业绩或受益。

上调 2019 年业绩预测，维持“中性”评级

未兑付银行承兑汇票存在的资产减值损失可能性尚待观察，故不再全额计提，综合考虑钢价变动和公司矿价影响，我们预计 2019-21 年 BVPS 为 5.58、5.77、5.96 元（前值 5.56、5.83、6.07 元），PB 0.57、0.55、0.53 倍，可比公司 PB（2019E）均值 0.64 倍，考虑东北地区卷板价格及需求低于华北、华东地区，给予公司 2019 年 PB 0.58-0.62 倍，目标价 3.24-3.46 元，维持“中性”评级。

风险提示：汽车产销增速不及预期；未兑付的银行承兑汇票未收回。

公司基本资料

总股本 (百万股)	9,405
流通 A 股 (百万股)	7,994
52 周内股价区间 (元)	3.08-6.24
总市值 (百万元)	29,909
总资产 (百万元)	89,348
每股净资产 (元)	5.50

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)	91,683	105,157	104,362	109,370	111,423
+/-%	58.40	14.70	(0.76)	4.80	1.88
归属母公司净利润 (百万元)	6,638	7,952	2,119	2,341	2,494
+/-%	310.77	19.80	(73.35)	10.49	6.50
EPS (元，最新摊薄)	0.71	0.85	0.23	0.25	0.27
PE (倍)	4.51	3.76	14.11	12.77	11.99

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 可比钢铁上市公司 PB（2019E）

证券代码	证券简称	PB（2019E）
000709	河钢股份	0.51
600019	宝钢股份	0.74
600808	马钢股份	0.68
	可比公司均值	**0.64**

资料来源：Wind，华泰证券研究所；取 2019 年 10 月 14 日 wind 一致预测 BPS（2019E）和收盘价计算

图表2： 公司主要产品假设表（最新）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
单位售价							
冷轧板	3028	3183	4316	4800	4625	4718	4741
热轧板	2104	2356	3357	3343	3164	3231	3239
中厚板	2503	2409	3473	4385	4191	4280	4293
单位成本							
冷轧板	2697	2660	3554	4051	4205	4258	4261
热轧板	2109	1995	2793	2637	2790	2843	2847
中厚板	2312	2224	3223	3795	3949	4002	4005

资料来源：公司年报、中联钢、华泰证券研究所；单位：元/吨

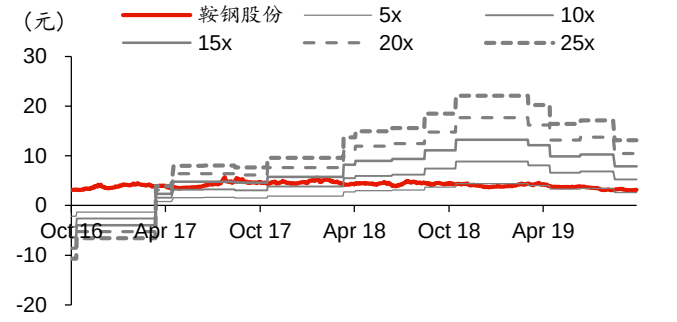
图表3： 公司主要产品假设表（前次）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
单位售价							
冷轧板	3028	3183	4316	4800	4650	4744	4766
热轧板	2104	2356	3357	3343	3193	3259	3268
中厚板	2503	2409	3473	4385	4235	4324	4338
单位成本							
冷轧板	2697	2660	3554	4051	4208	4248	4254
热轧板	2109	1995	2793	2637	2793	2833	2839
中厚板	2312	2224	3223	3795	3952	3992	3998

资料来源：公司年报、中联钢、华泰证券研究所；单位：元/吨

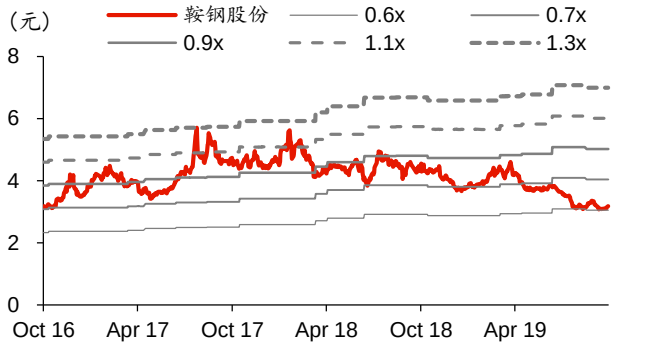
PE/PB – Bands

图表4： 鞍钢股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5： 鞍钢股份历史 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	30,005	26,908	27,403	28,605	30,072
现金	2,670	2,154	1,900	1,900	2,806
应收账款	2,481	2,460	2,583	2,656	2,721
其他应收账款	266.00	50.00	122.38	101.48	112.32
预付账款	1,121	1,408	1,459	1,546	1,569
存货	12,269	13,125	14,331	14,926	15,229
其他流动资产	11,198	7,711	7,008	7,475	7,635
非流动资产	64,881	63,116	63,037	62,360	61,901
长期投资	2,981	2,803	2,890	2,876	2,868
固定投资	50,875	50,064	50,250	49,129	48,515
无形资产	6,464	6,315	6,142	5,969	5,796
其他非流动资产	4,561	3,934	3,755	4,386	4,721
资产总计	94,886	90,024	90,439	90,966	91,974
流动负债	36,451	32,747	32,082	30,866	30,075
短期借款	14,500	13,180	15,803	15,000	13,522
应付账款	8,436	7,663	7,929	8,409	8,528
其他流动负债	13,515	11,904	8,350	7,457	8,025
非流动负债	5,723	4,812	5,345	5,360	5,342
长期借款	2,905	2,295	2,795	2,795	2,795
其他非流动负债	2,818	2,517	2,550	2,565	2,547
负债合计	42,174	37,559	37,427	36,225	35,418
少数股东权益	421.00	503.00	504.04	504.81	505.77
股本	7,235	7,235	9,406	9,406	9,406
资本公积	42,080	35,655	33,485	33,485	33,485
留存公积	2,922	9,264	9,600	11,305	13,096
归属母公司股东权益	52,291	51,962	52,508	54,236	56,050
负债和股东权益	94,886	90,024	90,439	90,966	91,974

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	6,478	8,294	1,315	6,006	5,851
净利润	6,645	7,952	2,120	2,342	2,495
折旧摊销	3,604	3,689	2,431	2,513	2,604
财务费用	1,331	1,471	1,215	1,226	1,127
投资损失	(433.00)	(315.00)	(373.00)	(363.67)	(358.67)
营运资金变动	(4,656)	(5,635)	(3,935)	77.03	106.36
其他经营现金	(13.00)	1,132	(142.37)	211.04	(122.63)
投资活动现金	(1,338)	(3,882)	(1,716)	(1,623)	(1,633)
资本支出	1,880	2,825	2,000	2,000	2,000
长期投资	46.00	1,532	86.83	(13.75)	(7.60)
其他投资现金	588.00	475.00	370.67	363.67	359.06
筹资活动现金	(4,815)	(4,943)	146.74	(4,383)	(3,311)
短期借款	(4,495)	(1,320)	2,623	(802.64)	(1,478)
长期借款	1,609	(610.00)	500.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	2,171	0.00	0.00
资本公积增加	10,561	(6,425)	(2,171)	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,490)	3,412	(2,976)	(3,581)	(1,833)
现金净增加额	325.00	(516.00)	(254.00)	0.00	906.25

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	91,683	105,157	104,362	109,370	111,423
营业成本	78,707	88,126	94,740	99,180	101,021
营业税金及附加	977.00	1,184	1,154	1,217	1,237
营业费用	2,570	3,067	2,928	3,088	3,144
管理费用	1,589	1,266	1,689	1,704	1,729
财务费用	1,331	1,471	1,215	1,226	1,127
资产减值损失	331.00	(74.00)	150.99	157.10	160.34
公允价值变动收益	(6.00)	60.00	18.93	21.38	23.37
投资净收益	433.00	315.00	373.00	363.67	358.67
营业利润	6,359	10,088	2,878	3,183	3,386
营业外收入	19.00	56.00	44.50	44.08	46.21
营业外支出	65.00	136.00	95.00	103.67	106.17
利润总额	6,313	10,008	2,827	3,123	3,326
所得税	(332.00)	2,056	706.76	780.75	831.52
净利润	6,645	7,952	2,120	2,342	2,495
少数股东损益	7.00	0.00	1.04	0.77	0.96
归属母公司净利润	6,638	7,952	2,119	2,341	2,494
EBITDA	11,294	15,248	6,523	6,922	7,117
EPS (元，基本)	0.92	1.10	0.23	0.25	0.27

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	58.40	14.70	(0.76)	4.80	1.88
营业利润	299.69	58.64	(71.48)	10.60	6.39
归属母公司净利润	310.77	19.80	(73.35)	10.49	6.50
获利能力 (%)					
毛利率	14.15	16.20	9.22	9.32	9.34
净利率	7.24	7.56	2.03	2.14	2.24
ROE	12.69	15.30	4.04	4.32	4.45
ROIC	12.51	14.70	4.51	4.96	5.11
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.45	41.72	41.38	39.82	38.51
净负债比率 (%)	43.14	48.25	56.14	51.06	48.05
流动比率	0.82	0.82	0.85	0.93	1.00
速动比率	0.47	0.40	0.38	0.42	0.47
营运能力					
总资产周转率	1.00	1.14	1.16	1.21	1.22
应收账款周转率	40.83	41.31	40.20	40.64	40.29
应付账款周转率	8.51	10.95	12.15	12.14	11.93
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.85	0.23	0.25	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.88	0.14	0.64	0.62
每股净资产(最新摊薄)	5.56	5.52	5.58	5.77	5.96
估值比率					
PE (倍)	4.51	3.76	14.11	12.77	11.99
PB (倍)	0.57	0.58	0.57	0.55	0.53
EV_EBITDA (倍)	3.90	2.89	6.75	6.36	6.18

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

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门、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，需在允许的范围内使用，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：AOK809
©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

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

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

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