

投资评级 优于大市 维持

钢材产量提升，利润降幅优于行业平均

股票数据

08月16日收盘价(元)	4.15
52周股价波动(元)	3.94-10.55
总股本/流通A股(百万股)	4222/4221
总市值/流通市值(百万元)	17521/17519

相关研究

 《公司一季度业绩表现优于行业平均》
 2019.05.09

 《负债率大幅下降，规划投资者回报》
 2019.04.08

 《市场化债转股落地，钢铁资产整体上市》
 2018.12.11

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.9	-8.2	-14.5
相对涨幅(%)	-8.4	-9.7	-13.6

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

联系人:周慧琳

Tel:(021)23154399

Email:zh11756@htsec.com

投资要点:

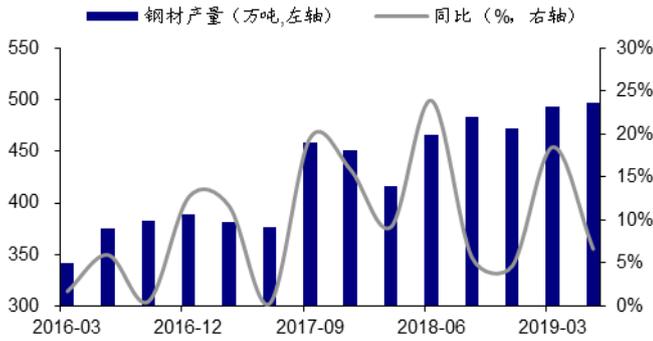
- **公司公布2019年半年报，2019H1共生产钢材990万吨。**公司2019H1共生产铁、钢、材857、1050、990万吨，销售钢材1004万吨，同比分别上升11.30%、12.18%、12.50%、12.81%。其中公司专注品种结构调整，上半年实现重点品种钢销售448万吨，同比增长20%。
- **公司2019年上半年实现归母净利润22.37亿元，同比下降34.94%。**公司2019H1实现营业收入483.37亿元，同比增11.17%，实现利润总额37.38亿元，同比降16.09%，实现归母净利润22.37亿元，同比下降34.94%。其中第二季度单季度实现归母净利润11.45亿元，同比下降39.90%，但环比增4.78%。公司由于引入6家债转股实施机构增资“三钢”，在重组完成前公司在“三钢”持股比例阶段性下降，因此使归母净利润降幅大于利润总额降幅。
- **公司利润降幅低于行业平均，二季度吨钢毛利环比上升。**公司二季度吨钢毛利716元/吨，吨钢净利350元/吨，对应毛利率14%，净利率7%，环比一季度小幅上升。我们认为上半年由于铁矿石价格维持高位而降低了公司的盈利水平，但是从行业平均角度来看，公司盈利能力依然较好。中钢协会会员钢铁企业上半年实现利润总额1065亿元，同比降20.5%，不考虑重组影响则公司利润降幅依旧低于行业平均。
- **公司财务费用率下行，资产负债率续降。**公司二季度财务费用率0.75%，创近几年新低，公司财务费用下降主要源于公司主动归还部分贷款使利息大幅下降。公司2018年权益分派方案为每10股转增4股，转增后总股本增至42.22亿股。截止二季度末，公司资产负债率60.40%，近几年公司负债率稳步下降。
- **公司发行股份及支付现金购买资产已获证监会审核通过。**8月14日，证监会审核通过公司发行股份及支付现金购买资产预案，公司拟购买华菱湘钢13.68%、华菱涟钢44.17%、华菱钢管43.42%股权，同时以现金购入华菱节能100%股权。标的资产总对价104.66亿元，其中87.35亿元由发行股份形式支付，17.31亿元以现金形式支付。
- **盈利预测及投资评级。**在不考虑重组下，我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.04、1.00、0.93元，按8月16日收盘价4.15元计算PE分别为3.98、4.13、4.46倍，参考可比公司，给予其2019年6-7倍PE，合理价值区间6.25-7.29元，对应2019年PB1.14-1.33倍，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**地产投资增速大幅下滑；制造业用钢需求下降。

主要财务数据及预测

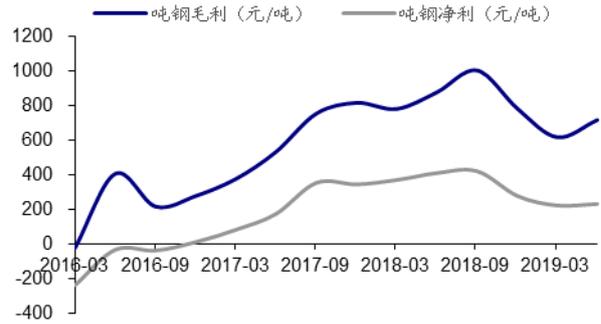
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	76711	91369	96198	95357	94135
(+/-)YoY(%)	53.6%	19.1%	5.3%	-0.9%	-1.3%
净利润(百万元)	4121	6780	4399	4238	3926
(+/-)YoY(%)	490.5%	64.5%	-35.1%	-3.7%	-7.3%
全面摊薄EPS(元)	0.98	1.61	1.04	1.00	0.93
毛利率(%)	14.0%	17.5%	13.6%	13.2%	12.9%
净资产收益率(%)	38.6%	38.7%	19.0%	16.0%	13.2%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

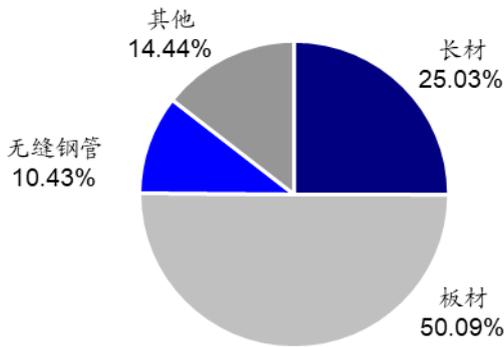
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 公司单季度钢铁业产量变化情况


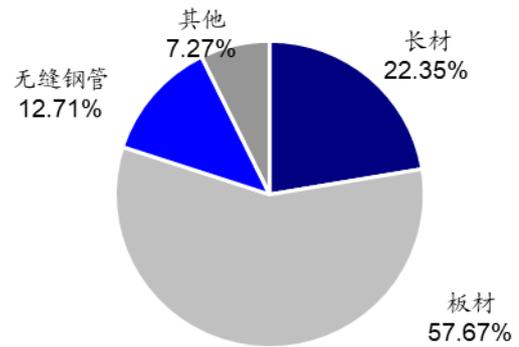
资料来源: Wind, 公司经营数据公告, 海通证券研究所

图2 公司单季度吨钢毛利和吨钢净利变化情况


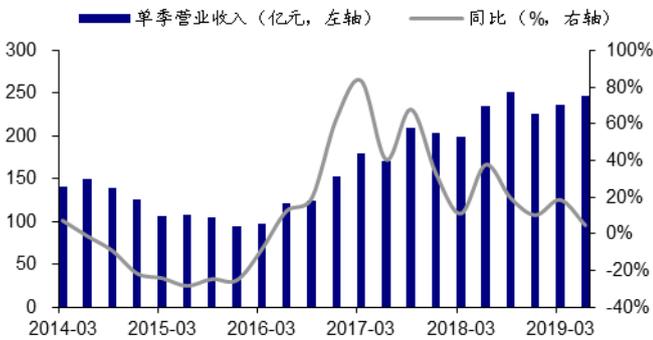
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 公司 2019H1 分产品营收占比


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司 2019H1 分产品毛利占比


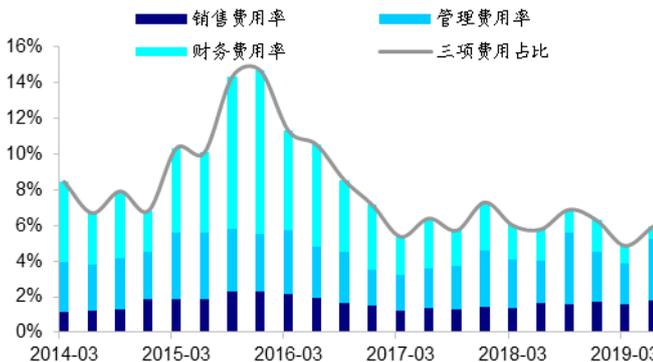
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 公司单季度营业收入变化情况


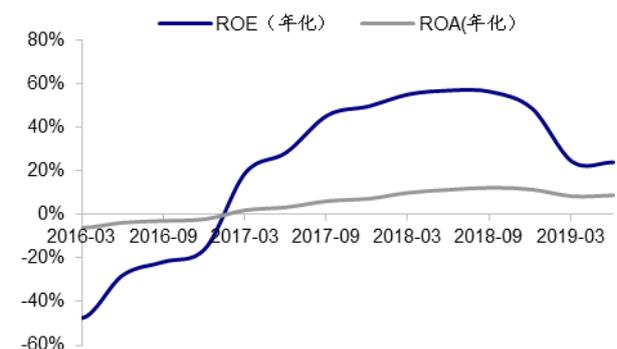
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 公司单季度归母净利润变化情况

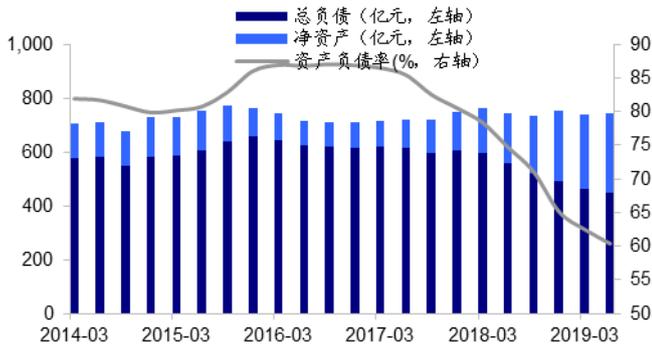

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 公司单季度期间费用率变化情况


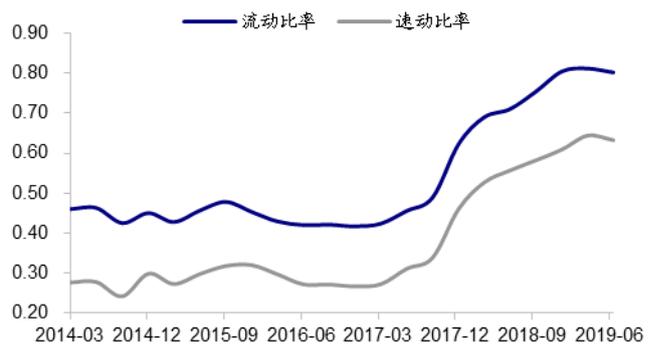
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 公司年化 ROA 和 ROE 变化情况


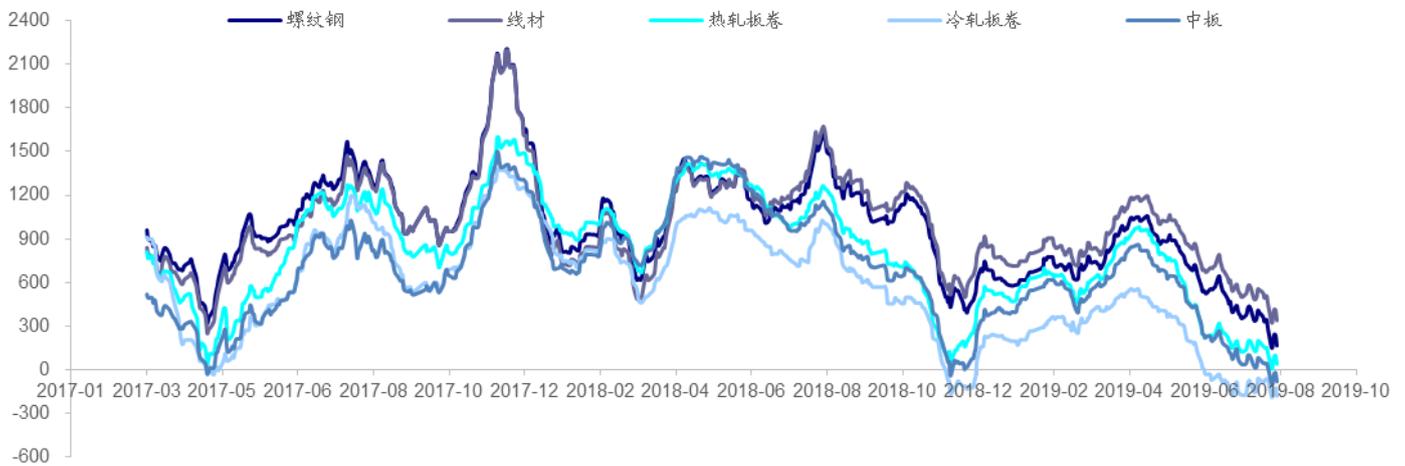
资料来源: Wind, 海通证券研究所

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: 钢价数据采用长沙地区价格, 成本滞后1个月测算毛利

表 1 主营业务预测假设

	2019E	2020E	2021E
销量假设	假设钢材产量完成年度计划的 1985 万吨, 产销平衡, 销量同比增 8%	假设板材和长材产销稳定, 钢管产销量增加	假设板材和长材产销稳定, 钢管产销量略增
价格假设	假设板材和长材价格回落, 管材售价略有上升	假设板材和长材价格下降, 管材价格略有上升	假设板材和长材价格略有下降, 管材价格平稳
毛利假设	假设板材和长材盈利能力下降, 管材受益于油气投资上行盈利能力相对平稳	假设板材和长材毛利率略有回落, 管材毛利率稳定	假设板材和长材毛利率略有回落, 管材毛利率持平

资料来源: 海通证券研究所

表 2 可比公司估值情况 (2019-08-16 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	2.56	0.20	0.21	0.22	12.60	12.27	11.41	0.50
600507.SH	方大特钢	8.28	1.50	1.58	1.65	5.51	5.25	5.03	1.59
600782.SH	新钢股份	4.40	1.18	1.24	1.31	3.72	3.56	3.35	0.63
600808.SH	马钢股份	2.67	0.54	0.59	0.66	4.90	4.55	4.06	0.65
600282.SH	南钢股份	3.00	0.80	0.82	0.84	3.76	3.64	3.59	0.74
	均值		0.85	0.89	0.94	6.10	5.85	5.49	0.82
000932.sz	华菱钢铁	4.15	1.04	1.00	0.93	3.98	4.13	4.46	0.76

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 公司主营业务分项预测表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
板材					
销量(万吨)	953	1132	1223	1223	1223
平均售价(元/吨)	3733	4197	4114	4031	3951
收入(百万元)	35593.17	47516.70	50291.68	49285.85	48300.13
成本(百万元)	30616.19	38629.15	43250.84	42632.26	42021.11
吨毛利(元/吨)	522	785	576	544	514
长材					
销量(万吨)	588	558	603	603	603
平均售价(元/吨)	3512	3965	3886	3808	3732
收入(百万元)	20658.96	22133.71	23426.32	22957.79	22498.63
成本(百万元)	16791.62	18022.24	20380.89	20088.07	19798.80
吨毛利(元/吨)	657	737	505	476	448
钢管					
销量(万吨)	124	146	160	168	172
平均售价(元/吨)	5420	6404	6532	6597	6597
收入(百万元)	6719.02	9340.07	10479.56	11113.58	11335.85
成本(百万元)	5916.47	7788.63	8698.04	9224.27	9408.75
吨毛利(元/吨)	647	1064	1110	1122	1122
其他					
收入(百万元)	13540.27	12188.29	12000.00	12000.00	12000.00
成本(百万元)	12616.73	10845.44	10800.00	10800.00	10800.00
营业收入合计(百万元)	76511.41	91178.78	96197.56	95357.21	94134.61
同比增长率(%)	53.60%	19.17%	5.50%	-0.87%	-1.28%
营业成本合计(百万元)	65941.02	75285.47	83129.78	82744.59	82028.66
综合毛利率(%)	13.82%	17.43%	13.58%	13.23%	12.86%

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	91369	96198	95357	94135
每股收益	1.61	1.04	1.00	0.93	营业成本	75384	83130	82745	82029
每股净资产	4.15	5.47	6.29	7.03	毛利率%	17.5%	13.6%	13.2%	12.9%
每股经营现金流	3.41	2.23	2.39	2.44	营业税金及附加	806	758	775	768
每股股利	0.00	0.00	0.19	0.19	营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	1450	1527	1514	1494
P/E	3.77	3.98	4.13	4.46	营业费用率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
P/B	1.46	0.76	0.66	0.59	管理费用	2268	2309	2315	2276
P/S	0.14	0.18	0.18	0.19	管理费用率%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
EV/EBITDA	2.14	2.14	1.83	1.47	EBIT	10981	8053	7565	7137
股息率%	0.0%	0.0%	4.6%	4.6%	财务费用	1538	930	720	523
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	1.0%	0.8%	0.6%
毛利率	17.5%	13.6%	13.2%	12.9%	资产减值损失	211	0	0	0
净利率	7.4%	4.6%	4.4%	4.2%	投资收益	87	80	80	80
净资产收益率	38.7%	19.0%	16.0%	13.2%	营业利润	9441	7204	6924	6695
资产回报率	9.0%	5.7%	5.4%	4.9%	营业外收支	-106	0	0	0
投资回报率	27.5%	17.6%	15.9%	14.7%	利润总额	9335	7204	6924	6695
盈利增长 (%)					EBITDA	13995	11403	11255	11166
营业收入增长率	19.1%	5.3%	-0.9%	-1.3%	所得税	731	1009	1039	1004
EBIT 增长率	52.4%	-26.7%	-6.1%	-5.7%	有效所得税率%	7.8%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	64.5%	-35.1%	-3.7%	-7.3%	少数股东损益	1824	1797	1648	1764
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	6780	4399	4238	3926
资产负债率	65.1%	56.7%	50.9%	45.1%					
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.9	货币资金	8717	9000	9000	9000
现金比率	0.2	0.3	0.3	0.4	应收账款及应收票据	10019	9239	9354	9170
经营效率指标					存货	7435	8379	8340	8268
应收帐款周转天数	37.3	35.1	35.8	35.6	其它流动资产	4492	4867	4857	4840
存货周转天数	36.8	36.8	36.8	36.8	流动资产合计	30663	31485	31551	31278
总资产周转率	1.2	1.3	1.2	1.2	长期股权投资	261	261	261	261
固定资产周转率	2.3	2.4	2.4	2.3	固定资产	38670	39933	40859	41448
					在建工程	1144	1456	1734	2039
					无形资产	4004	3947	3889	3835
					非流动资产合计	44573	46081	47227	48066
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	75235	77566	78778	79344
净利润	6780	4399	4238	3926	短期借款	12653	8065	4299	155
少数股东损益	1824	1797	1648	1764	应付票据及应付账款	10238	9110	9068	8989
非现金支出	3225	3350	3690	4028	预收账款	4001	4213	4176	4122
非经营收益	1642	881	672	474	其它流动负债	11238	11696	11668	11618
营运资金变动	931	-997	-174	92	流动负债合计	38129	33084	29210	24885
经营活动现金流	14402	9429	10074	10285	长期借款	6327	6327	6327	6327
资产	-1590	-4858	-4835	-4867	其它长期负债	4539	4539	4539	4539
投资	-792	0	0	0	非流动负债合计	10865	10865	10865	10865
其他	3752	80	80	80	负债总计	48994	43949	40075	35750
投资活动现金流	1370	-4778	-4755	-4787	实收资本	3016	4222	4222	4222
债权募资	-7537	-4588	-3766	-4144	普通股股东权益	17533	23112	26550	29677
股权募资	3040	1206	0	0	少数股东权益	8709	10505	12153	13917
其他	-6589	-986	-1552	-1354	负债和所有者权益合计	75235	77566	78778	79344
融资活动现金流	-11086	-4367	-5318	-5498					
现金净流量	4685	283	0	0					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 16 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

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： 方大特钢,久立特材,马钢股份,新钢股份,华菱钢铁,永兴特钢,宝钢股份,太钢不锈钢,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。