



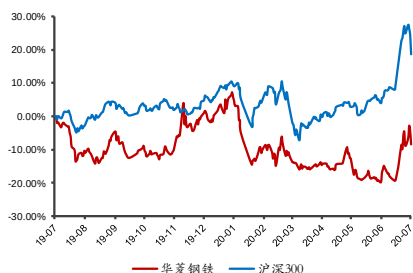
二季度业绩大幅提升，持续看好长期收益

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-07-17

收盘价（元）	4.27
近 12 个月最高/最低（元）	5.06/3.70
总股本（百万股）	6129
流通股本（百万股）	4222
流通股比例（%）	68.89
总市值（亿元）	262
流通市值（亿元）	180

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_公司研究_深度报告_马钢股份_携手宝武发挥协同效应，降本增效提高盈利能力》2020-06-30

业绩摘要： 公司发布 2020 年半年度业绩预告，报告期内公司实现归属于上市公司股东的净利润 29.3~31.3 亿元，与上年同期重组后的模拟数相比，预计变动幅度为-16.49%~-10.79%；报告期内实现基本每股收益 0.4780 元/股~0.5107 元/股。

主要观点：

二季度盈利环比大幅改善： 根据公司发布的 2020 年半年度业绩预告，公司二季度实现盈利 17.96-19.96 亿元，环比增幅约 58%-76%；根据公司公布的生产经营快报的自愿性信息披露公告，公司二季度实现铁产量、钢产量以及钢材产量 530 万吨、668 万吨、622 万吨，分别环比增长 4.95%、5.86%、6.14%；二季度实现钢材销量 641 万吨，环比显著增加 18.05%。公司原计划 2020 年分别完成铁、钢以及钢材全年生产目标 2000 万吨、2400 万吨、2300 万吨，截至 2020 年 6 月底，达成率均已超过半成。随着下半年复工复产的持续推进以及基建投资平稳增长，公司有望超额完成全年生产目标。一季度较大程度受疫情影响，导致钢铁企业盈利能力整体大幅下滑；但国内疫情控制效果显著叠加基建投资提速等因素，钢铁下游需求逐渐恢复。我们同时关注到近期原材料价格上涨显著，对公司整体的盈利能力构成一定的压力。公司主要已从以下三方面着手保障公司盈利能力，克服原材料价格上涨的压力：

- 1) 建立稳定高效的经营生产体系：** 充分释放产能，在无新增产能投资的前提下，钢材产量从 2015 年的 1416 万吨提升到 2288 万吨，新增产量约 800 万吨；2020 年计划完成钢材产量 2300 万吨，极大提升公司的盈利能力。
- 2) 调整公司钢材品种结构：** 公司强化以 IPD 为基础的销研产一体化攻关体系建设，拓展高端细分市场，品种结构向中高端提升效果显著。2019 年实现重点钢销量 882 万吨，同比增长 10.25%，品种钢占比由 2018 年的 42%提高到 45%。
- 3) 坚持经营生产、低库存管理：** 在资本性支出方面，公司严格控制资本性支出以及新开工项目，重点聚焦节能减排等环保项目；在融资结构方面，公司主动归还部分还款，逐步降低资产负债率，使得 2019 年公司贷款利息支出大幅减少。目前公司的资产负债略仍高于行业平均水平，我们预计未来还存在一定的下降空间。经过一系列战略部署，公司将疫情对于公司业绩影响降低到最低水平，截至 2020 年 6 月底，铁、钢以及钢材产量已基本完成 2020 年整体生产指标的 51.75%、54.08%和 52.48%。

投资建议

预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 67.71/79.14/88.57 亿元，同比增速分别为 54.2%/16.9%/11.9%，对应 PE4.10X/3.51X/3.13X，首次推荐，给予“买入”评级。

风险提示

海外疫情恶化或导致公司钢管出口不及预期；原材料价格大幅波动；地产以及基建用钢需求大幅下滑。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	107322	112825	118728	127598
收入同比(%)	5.8%	5.1%	5.2%	7.5%
归属母公司净利润	4391	6771	7914	8857
净利润同比(%)	-40.5%	54.2%	16.9%	11.9%
毛利率(%)	13.7%	15.1%	16.2%	16.5%
ROE(%)	15.6%	19.4%	18.4%	17.1%
每股收益(元)	0.72	1.10	1.29	1.45
P/E	6.67	4.10	3.51	3.13
P/B	1.04	0.79	0.65	0.54
EV/EBITDA	3.66	2.46	1.71	1.12

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 业绩高质量稳定发展，盈利能力环比大幅改善	5
2 严格控制生产经营，产能实现充分释放	6
3 分项业务收入预测	7
风险提示：	7
财务报表与盈利预测	8

图表目录

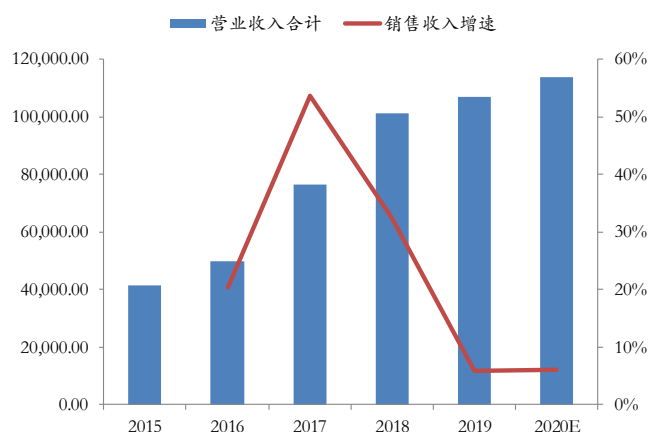
图表 1 营业总收入及收入增速 (百万元, %)	5
图表 2 财务费用及增速 (百万元, %)	5
图表 3 2019 年营业收入构成	5
图表 4 长材销售收入及对应增速 (百万元, %)	5
图表 5 板材销售收入及对应增速 (百万元, %)	6
图表 6 钢管销售收入及对应增速 (百万元, %)	6
图表 7 钢材年度产量及产量增速 (万吨, %)	6
图表 8 主营产品月度产量 (万吨)	6
图表 9 预计 2020-2022 年营业收入为 1128/1187/1276 亿元	7

1 业绩高质量稳定发展，盈利能力环比大幅改善

2019 年公司实现营业收入 1071.1 亿元，同比增长 5.8%。营业收入提升显著是由于钢材全年产销量均实现 24.6% 的增长幅度，与 2018 年相比增幅扩大 14.4 个百分点。2019 年公司财务费用 9.42 亿元，同比下降 38.73%，连续 4 年实现财务费用的大幅降低，其主要原因是公司通过主动降低公司的付息债务，大幅降低整体贷款利率；由于公司的资产负债率仍高于行业的平均水平，我们预计财务费用仍存在降低空间。此外，近年以来，公司的期间费用呈现显著的下降趋势，除财务费用外，所得税率也显著降低：下属主要子公司包括华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢、VAMA、阳春新钢等均获得高新技术企业认证，享受 15% 的优惠所得税税率，在钢材经营业绩持续改善以及财务费用和税收费用持续降低的情况下，我们预计公司 2020 年下半年盈利能力将继续改善。

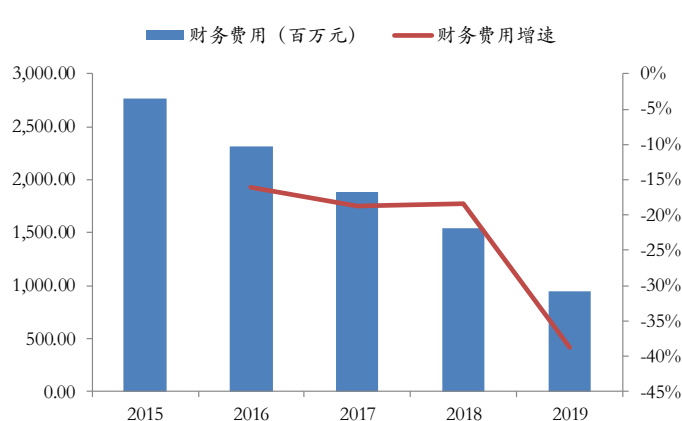
在产品研发投入方面，公司加大资金支持，品种结构调整成效显著。2019 年全年支付研发费用 11.37 亿元，环比增加 6.59 亿元，涨幅 137.72%。此外，根据公司年报披露的信息，公司 2019 年全年共获得专利技术 76 项，多次牵头并参与行业核心技术的标准制定，具备一定的市场话语权。

图表 1 营业总收入及收入增速 (百万元, %)



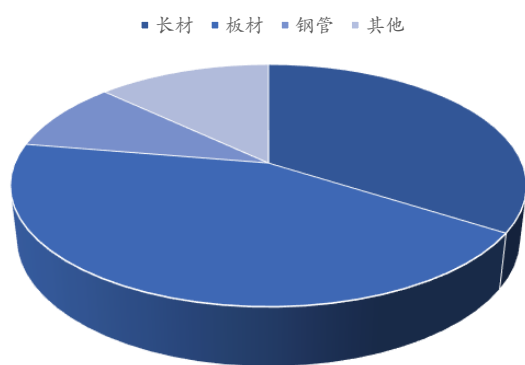
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 财务费用及增速 (百万元, %)



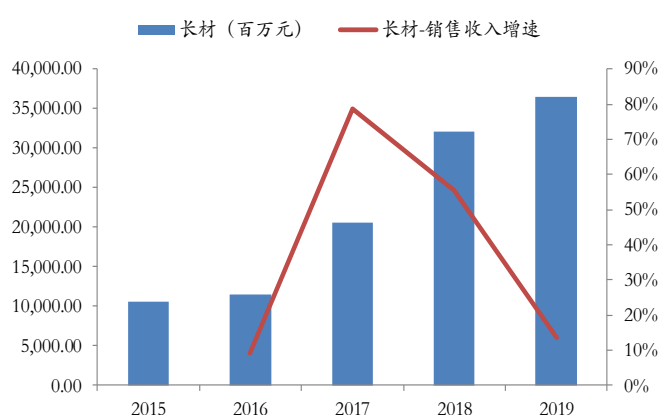
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 2019 年营业收入构成



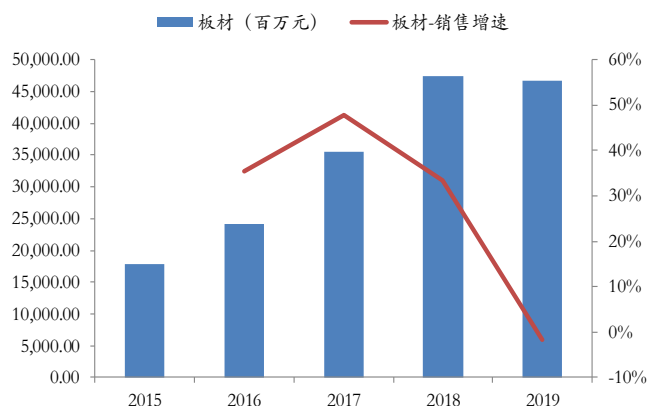
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 长材销售收入及对应增速 (百万元, %)



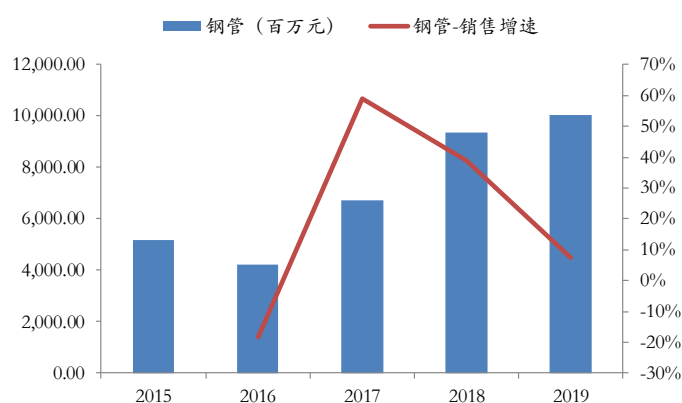
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 板材销售收入及对应增速 (百万元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 钢管销售收入及对应增速 (百万元, %)

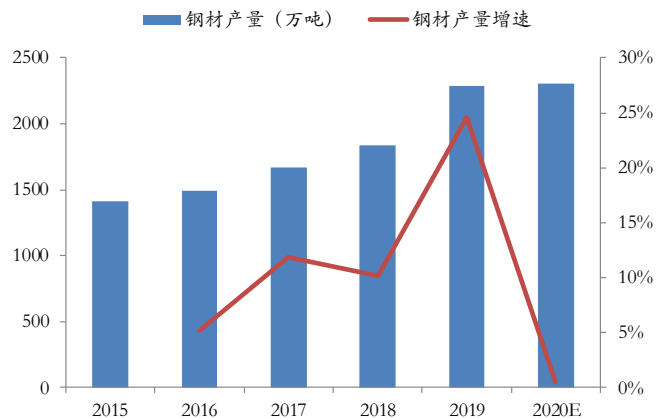


资料来源: wind, 华安证券研究所

2 严格控制生产经营, 产能实现充分释放

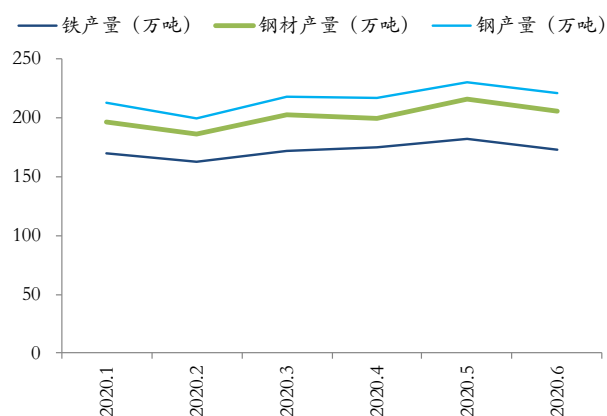
随着公司二季度复工复产的加速推进, 下游钢材需求正逐步恢复至正常水平。截至2020年6月底, 公司铁、钢和钢材的累计产量分别实现1035万吨、1298万吨以及1207万吨, 完成本年生产经营指标的51.75%、54.08%以及52.48%, 我们认为下半年在基建投资的带动下, 钢材需求的恢复会变得更加明显, 一定程度上为公司业绩修复带来更大的空间。

图表7 钢材年度产量及产量增速 (万吨, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 主营产品月度产量 (万吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 分项业务收入预测

图表 9 预计 2020-2022 年营业收入为 1128/1187/1276 亿元

年度数据	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长材								
销售收入 (百万元)	10,573.40	11,557.61	20,658.96	32,159.25	36,496.77	38321.61	40237.69	43054.32
同比增速		9%	79%	56%	13%	5%	5%	7%
板材								
销售收入 (百万元)	17,771.54	24,084.23	35,593.17	47,516.70	46,665.98	49932.60	53427.88	58770.67
同比增速		36%	48%	33%	-2%	7%	7%	10%
钢管								
销售收入 (百万元)	5,180.48	4,229.27	6,719.02	9,340.07	10,052.77	10253.82	10458.90	10877.26
同比增速		-18%	59%	39%	8%	2%	2%	4%
其他								
销售收入 (百万元)	7,880.10	9,940.36	13,540.27	12,188.29	13,900.12	14317.12	14603.46	14895.53
同比增速		26%	36%	-10%	14%	3%	2%	2%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

海外疫情恶化或导致公司钢管出口不及预期；原材料价格大幅波动；地产以及基建用钢需求大幅下滑。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	32747	36408	35685	43170
现金	6685	6830	6358	12204
应收账款	3590	3708	3925	4210
其他应收款	153	175	179	194
预付账款	1450	1713	1705	1852
存货	8497	9089	9334	10032
其他流动资产	12373	14893	14183	14677
非流动资产	50181	53747	58012	62045
长期投资	289	289	289	289
固定资产	42163	44106	46566	48854
无形资产	4568	4973	5431	5872
其他非流动资产	3161	4379	5726	7030
资产总计	82928	90155	93698	105215
流动负债	47355	44890	37013	35692
短期借款	15755	11767	3154	0
应付账款	5434	5688	5883	6308
其他流动负债	26166	27435	27976	29384
非流动负债	3045	2945	2745	2645
长期借款	2023	1923	1723	1623
其他非流动负债	1023	1023	1023	1023
负债合计	50400	47835	39758	38337
少数股东权益	4308	7328	11034	15115
股本	6129	6129	6129	6129
资本公积	10626	10626	10626	10626
留存收益	11465	18236	26150	35007
归属母公司股东权益	28220	34991	42906	51762
负债和股东权益	82928	90155	93698	105215

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10771	13066	17910	18176
净利润	4391	6771	7914	8857
折旧摊销	3479	4924	5158	5080
财务费用	1020	452	260	81
投资损失	-36	-76	-77	-81
营运资金变动	-798	-1992	987	195
其他经营现金流	7904	11750	10595	12706
投资活动现金流	-7153	-8380	-9309	-8995
资本支出	-3486	-8456	-9386	-9076
长期投资	-3786	0	0	0
其他投资现金流	119	76	77	81
筹资活动现金流	-5368	-4540	-9074	-3335
短期借款	2763	-3988	-8613	-3154
长期借款	-4304	-100	-200	-100
普通股增加	3113	0	0	0
资本公积增加	1912	0	0	0
其他筹资现金流	-8852	-452	-260	-81
现金净增加额	-1709	145	-472	5846

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	107322	112825	118728	127598
营业成本	92636	95755	99458	106493
营业税金及附加	757	861	883	958
销售费用	1551	1632	1730	1852
管理费用	2519	2699	2822	3040
财务费用	942	385	194	-12
资产减值损失	-12	30	34	33
公允价值变动收	-1	0	0	0
投资净收益	54	76	77	81
营业利润	7889	10868	12911	14491
营业外收入	21	0	0	0
营业外支出	131	0	0	0
利润总额	7780	10868	12911	14491
所得税	1128	1077	1291	1553
净利润	6652	9791	11620	12938
少数股东损益	2260	3020	3706	4081
归属母公司净利润	4391	6771	7914	8857
EBITDA	12200	15782	17841	19107
EPS (元)	0.72	1.10	1.29	1.45

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	5.8%	5.1%	5.2%	7.5%
营业利润	-26.3%	37.8%	18.8%	12.2%
归属于母公司净利	-40.5%	54.2%	16.9%	11.9%
获利能力				
毛利率(%)	13.7%	15.1%	16.2%	16.5%
净利率(%)	0.26%	4.1%	6.0%	6.7%
ROE(%)	15.6%	19.4%	18.4%	17.1%
ROIC(%)	13.7%	16.2%	18.1%	17.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.8%	53.1%	42.4%	36.4%
净负债比率(%)	154.9%	113.0%	73.7%	57.3%
流动比率	0.69	0.81	0.96	1.21
速动比率	0.48	0.57	0.67	0.88
营运能力				
总资产周转率	1.29	1.25	1.27	1.21
应收账款周转率	29.89	30.43	30.25	30.31
应付账款周转率	17.05	16.84	16.91	16.88
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	0.72	1.10	1.29	1.45
每股经营现金流	1.76	2.13	2.92	2.97
每股净资产(最新	4.60	5.71	7.00	8.45
估值比率				
P/E	6.67	4.10	3.51	3.13
P/B	1.04	0.79	0.65	0.54
EV/EBITDA	3.66	2.46	1.71	1.12

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。