

杭钢股份 (600126)

证券研究报告

2020年02月27日

钢铁、贸易、环保三大业务，开拓数字经济新领域

公司隶属杭钢集团，开始布局数字经济产业发展

杭州钢铁股份有限公司成立于1998年2月，并于当年3月在上交所上市。目前公司第一大股东为杭钢集团，实际控制人为浙江省国资委。2015年半山钢铁基地全面关停后，杭钢云计算数据中心项目是集团实施大数据战略、新产业引进的第一个重大落地项目。项目计划投资约25亿元，规划建设约1.1万个机柜规模。在集团新战略引领下，公司也开始布局数字经济产业发展，2019年7月，公司收购杭钢云计算数据中心有限公司100%股权并增资，同时出资10亿元参股浙江富浙集成电路产业发展有限公司。

重组形成三大业务板块：钢铁制造+商品贸易+环保

2015年半山钢铁基地关停后，公司为了实现长期稳定发展筹划重大资产重组，置入宁波钢铁、紫光环保、再生能源等资产，目前已形成了钢铁制造、商品贸易和环保三大业务板块。重组完成后公司具体业务均由子公司开展，其中钢铁制造业务由子公司宁波钢铁承载，产品以热轧卷板为主，年产能约400万吨，包括碳素结构钢、低合金结构钢、汽车结构用钢、优质中高碳钢、冷成型用钢、电工钢等16个系列，100余个钢种牌号，广泛应用于工程建筑、家电、汽车结构件、集装箱、机械制造等领域。

2019年钢价回落，原材料价格上涨，公司业绩承压

截至2019年3季度，公司实现营收194.97亿元，同比减少1.26%；归母净利润8.21亿元，同比减少48.83%。2019年，供给释放导致行业过剩程度增加，钢材产量大幅增长，钢价下滑。叠加公司1号高炉检修影响产量，热轧卷板量、价齐落使得公司营收承压。与此同时，受巴西淡水河谷溃坝事故影响，铁矿石价格骤增使得公司成本端压力增大。虽然公司期间费率一直低于行业平均水平，但受毛利率下滑影响，公司销售净利率恶化，盈利水平降低。

优异的地理位置带来成本优势，新领域开拓增强公司抗周期能力

地理位置方面，承载公司钢铁业务的宁波钢铁毗邻北仑港，良好的地理位置为公司带来了物流成本优势与丰富的市场需求。业务方面，公司加强研发推动传统钢铁制造业务的升级，并通过收购控股股东旗下的商贸业务来完善自身的钢铁业务产业链，提高公司在产业链上下游的竞争力与话语权。与此同时，公司加强对新领域的开拓，重视环保、数字经济产业的发展，这将提升公司产业的多样性，在拓展营收来源实现转型的同时，可增强公司作为钢铁企业对抗周期性风险的能力。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司19-21年营收分别为267.14/275.16/297.17亿元，归母净利润分别为9.57/9.85/10.69亿，给予目标价6.56元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：钢铁行业供需错配导致公司钢铁业务利润下滑，IDC进展不及预期以及公司自身经营出现不可预测风险等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	27,855.81	26,449.77	26,714.27	27,515.70	29,716.96
增长率(%)	41.69	(5.05)	1.00	3.00	8.00
EBITDA(百万元)	3,212.17	4,195.20	1,826.56	1,764.65	1,786.41
净利润(百万元)	1,795.74	1,937.66	956.61	984.58	1,068.50
增长率(%)	147.53	7.90	(50.63)	2.92	8.52
EPS(元/股)	0.53	0.57	0.28	0.29	0.32
市盈率(P/E)	10.14	9.39	19.03	18.49	17.04
市净率(P/B)	1.10	0.98	0.94	0.89	0.85
市销率(P/S)	0.65	0.69	0.68	0.66	0.61
EV/EBITDA	4.33	2.26	6.13	4.12	3.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	钢铁/钢铁
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	5.39元
目标价格	6.56元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,377.19
流通A股股本(百万股)	3,377.19
A股总市值(百万元)	18,203.05
流通A股市值(百万元)	18,203.05
每股净资产(元)	5.74
资产负债率(%)	28.46
一年内最高/最低(元)	6.18/3.93

作者

马金龙 分析师
SAC执业证书编号：S1110519030001
majinlong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 三次创业、蝶变重生，走出多元化发展道路	4
1.2. 新领域开拓：建设数字经济特色小镇	4
1.3. 公司重组形成三大业务板块，开拓数字经济领域	6
1.3.1. 重组转型为控股型企业，形成三大业务板块	6
1.3.2. 向数字经济领域进军	7
1.3.3. 公司股权结构	7
1.4. 公司主要经营品种	7
2. 公司主营业务	9
2.1. 三大业务板块：钢铁制造+商品贸易+环保	9
2.2. 公司产品销售主要面向浙江	9
3. 公司财务指标	10
3.1. 收入端：热轧卷板量、价齐降，营收承压	10
3.2. 成本端：期间费率较低，但原材料价格上涨抬升成本	12
3.2.1. 铁矿石价格急剧上升压缩企业效益	12
3.2.2. 期间费率处于行业较低水平，研发投入持续增加	13
3.3. 原材料成本上升、钢材价格下降共同挤压利润空间	14
4. 公司优势及未来发展	15
4.1. 优异的地理位置带来物流成本优势与丰富的市场需求	15
4.2. 业务优势：传统业务升级，聚焦数字经济新领域	16
4.3. 行业：成本端有望稳定，需求端难有显著回升	16
5. 投资建议	16
5.1. 盈利预测	16
5.2. 首次覆盖，给予“买入”评级	18

图表目录

图 1：杭钢集团三次创业	4
图 2：集团公司数字经济产业发展历程	6
图 3：公司股权结构图	7
图 4：公司历年分行业营收及占比（单位：亿元）	9
图 5：2014 年公司分产品营收占比	9
图 6：2018 年公司分产品营收占比	9
图 7：公司分地区营收占比	10
图 8：公司产品销售主要面向浙江	10
图 9：浙江省历年钢材产量及同比增速（单位：万吨）	10
图 10：各地热轧板卷:Q235B:3.00mm 价格对比（单位：元/吨）	10

图 11: 公司营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	11
图 12: 全国钢材产量累计同比及钢材价格指数	11
图 13: 公司热卷产销量及同比变化 (单位: 万吨)	11
图 14: 公司热轧卷板平均售价 (单位: 元/吨, 不含税)	11
图 15: 公司分行业营业收入占比及同比增速	11
图 16: 公司历年营业成本及同比增速 (单位: 亿元)	12
图 17: 铁矿石价格指数走势	12
图 18: 公司分行业营业成本占比及同比增速	13
图 19: 公司三费及费率 (单位: 亿元)	13
图 20: 公司财务费用率、资产负债率与行业对比	14
图 21: 公司管理费用率、销售费用率与行业对比	14
图 22: 公司研发费用支出及研发费用率 (单位: 亿元)	14
图 23: 公司单季度归母净利润 (单位: 亿元)	15
图 24: 公司三大业务板块近年来毛利率走势	15
图 25: 公司销售净利率与毛利率	15
图 26: 浙江省固定资产投资完成额累计同比增速	16
图 27: 浙江省分行业固定资产投资情况	16
图 28: 杭钢股份历史 PE (TTM)	18
表 1: 公司主要产品系列及应用	8
表 2: 公司主营业务预测	17
表 3: 可比公司估值水平 (PE)	18

1. 公司简介

1.1. 三次创业、蝶变重生，走出多元化发展道路

杭州钢铁股份有限公司（以下简称公司）成立于 1998 年 2 月，是由杭州钢铁集团有限公司（以下简称集团公司）独家发起并以社会募集方式设立的股份有限公司。公司于 1998 年 3 月在上海证券交易所上市。目前，集团公司已经发展成节能环保、钢铁制造及金属贸易、智能健康、教育及技术服务等产业格局的大型企业集团，通过三次创业实现了从“黑金钢”到“绿巨人”的转型。

新中国成立后，浙江省内并无自己的钢铁厂。为了解决钢铁供给短缺的突出矛盾，1957 年，浙江历史上第一个现代化的钢铁企业浙江钢铁厂应运而生，这是集团公司以钢铁生产为主的第一次创业。1995 年至 2015 年间，集团公司整合浙江省冶金工业总公司，成立浙江冶金集团，通过股份制改造和市场化运作使得非钢产业实现了蓬勃发展。这是集团公司钢铁与非钢产业共同发展的第二次创业。

随着国内钢铁产能过剩问题日益加剧，面临环保标准逐步提高、产销价格严重倒挂的现实情况，为了去产能、调结构和促转型，杭钢集团于 2015 年全面关停半山钢铁基地，去产能 400 万吨。随着半山钢铁基地的关停，集团开启第三次创业，结合浙江省发展方向及自身优势，确立了“四轮驱动、创新高地”的总战略和“六个杭钢”的总路径。“四轮驱动”即为构建“2+2”产业架构，主攻节能环保产业、做强做优钢铁制造及金属贸易产业，培育数字经济、技术创新服务等两大产业。“创新高地”是指半山基地按照“产城融合、创新高地”的要求，打造可看、可学、有实力的数字经济特色小镇；宁波产业基地按照结构优化、品质提升、做强做大的要求，努力打造绿色精品钢材生产基地。“六个杭钢”则是要建设“绿色杭钢、数字杭钢、科技杭钢、活力杭钢、清廉杭钢、幸福杭钢”。

图 1：杭钢集团三次创业



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 新领域开拓：建设数字经济特色小镇

在新战略的引领下，杭钢云计算数据中心项目成为半山基地全面关停以来，集团公司实施大数据战略、新产业引进的第一个重大落地项目。该项目位于半山基地内，用地 87663 平方米，规划厂房建筑面积 99484 平方米，规划投资约 25 亿元，能评 18.26 万吨标煤，建设约 11000 个 5kW 标准机柜，为杭钢智谷数字经济特色小镇的核心数据中心。2017 年 3 月，集团公司成立浙江省数据管理有限公司。随后集团以浙江省数据管理有限公司 IDC

(Internet Data Center, 互联网数据中心)建设为契机,于2018年1月开展杭钢云计算数据中心项目一期建设,为大湾区“打造全球数字创新高地”打下基础。

集团公司自身具有发展IDC产业的土地、用电、资金等方面的优势。土地方面,半山基地关停后,集团在杭州拥有1700多亩可用地以及大量工业厂房资源。能源方面,IDC行业对于能源供应有着较高的要求,不但需要有较大的负载容量,而且要有非常高的可靠性。目前集团公司已有的变电站可为数据中心提供3路独立电源,供电的可靠性和安全性高。而且距离数据中心800米处有1座天然气母站,完全可以满足实施分布式能源对天然气的需求。此外,集团公司地理位置优越,活跃的长三角地区具有大量的客户需求。

2018年8月,集团公司发布杭钢智谷数字经济特色小镇规划图,计划总投资400亿元。主要围绕集成电路研发制造中心、通信与网络应用示范基地、物联网产业集聚区、云计算大数据中心、人工智能产业园、网络安全示范区、智能健康产业、诺奖智谷高端研发区、数字经济总部、大数据研究中心等十大项目的建设。按照规划,杭钢智谷数字经济特色小镇就在现有半山钢铁基地建成,分两大块:一块是杭钢数字经济总部基地(除了研发中心外,还有酒店等相关配套建筑);另一块是将原有厂房改造成为40万平方米的杭钢数字经济产业园区。其中,数字经济总部基地预计将吸引经济龙头企业区域总部入驻,入驻企业计划超过200家。杭钢集团预计,数字经济特色小镇全面建成后五年左右实现销售收入500亿元,利税30亿元。与此同时,集团公司成立“1+X”转型升级产业基金。母基金为杭钢转型升级产业基金,总规模100亿元,首期60亿元,主要围绕节能环保、数字经济、知识与技术密集型等产业进行投融资,助推新产业项目落地、资产证券化和全产业链布局。子基金包括环保产业投资基金和数字经济产业基金两支。其中数字经济产业基金总规模100亿元,主要投向云计算、大数据、人工智能、区块链等新兴领域,服务于杭钢半山数字经济产业基地。

杭钢云计算数据中心作为数字经济特色小镇的核心数据中心,规划投资约25亿元。整个数据中心将重点打造健康云、行业云、政务云、服务云平台,服务重点行业互联网化转型。建设共分为三期,整体将规划约11000个机柜规模,装载约12万台服务器,皆采用高效节能的绿色制冷系统、绿色电源系统。2019年年初,一期的1500多个机柜已建成投入运营,二期也于2月份正式开工,投资约7.34亿元,分土建工程和机电工程两部分。土建工程改建面积约8万平方米,即9670个机架规模;机电工程为装机容量4000个,即4000个机架的机电设备设施。目前二期总体建设工程已经完成了约90%,计划于2020年上半年建成投用。

图 2：集团公司数字经济产业发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 公司重组形成三大业务板块，开拓数字经济领域

1.3.1. 重组转型为控股型企业，形成三大业务板块

1998年3月11日，公司在上海证券交易所上市，首发股数4亿股，股票代码为600126.SH。2015年，由于杭钢半山钢铁基地将于年底关停，为实现上市公司的稳定发展，杭钢股份筹划重大资产重组。重组标的为宁波钢铁100%股权、富春紫光环保87.54%股权、新世纪再生资源97%股权、德清杭钢富春100%股权，其累计账面价值61.39亿元，评估值92.04亿元，增值率49.92%，最终作价92.42亿元。同时，杭钢股份拟将高速线材66%股权、杭钢动力95.56%股权、杭钢小轧60%股权、非股权类资产，以及除应缴税费外的全部负债剥离，并与杭钢集团持有的宁波钢铁60.29%股权和紫光环保22.32%股权中的等值部分进行置换，差额部分由杭钢股份通过向杭钢集团发行股份补足。

本次重组于2016年3月完成，此后，杭钢股份不再从事具体业务，其钢铁制造业务全部由子公司宁波钢铁承载，业务结构也发生转变。此前，公司主营业务为钢铁及其延压产品、焦炭及其副产品的生产、销售，主要产品包括棒材、线材、带钢、型材等。而重组后，公司原有的半山钢铁基地产能置出，包括钢铁、环保及再生资源等业务置入，推动公司节能环保、金属贸易服务平台等业务的发展，助力公司实现转型升级。目前公司已经形成了钢铁制造、金属贸易及环保三大业务板块。

1.3.2. 向数字经济领域进军

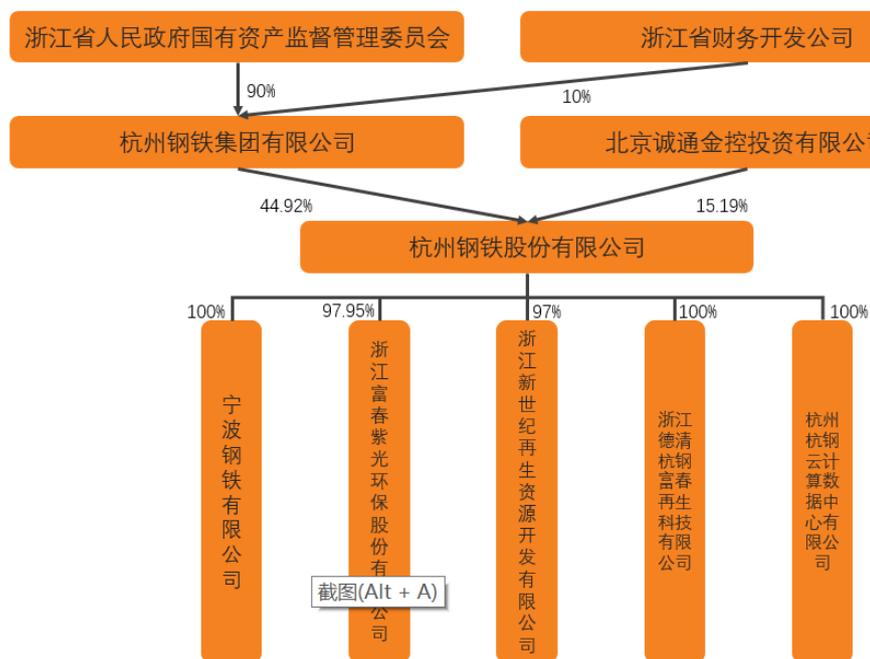
在拓宽业务板块后，公司为实现中长期战略发展目标，开始布局数字经济产业的发展，投资建设 IDC 项目，培育新的利润增长点。2019 年 7 月，公司宣布变更原募投项目“金属材料交易平台项目”中尚未使用的募集资金 9.5 亿元，用于收购杭州杭钢云计算数据中心有限公司 100% 股权并增资。杭州杭钢云计算数据中心有限公司原名为杭州紫金实业有限公司，成立于 2002 年，集团公司与富春公司分别持有其 55% 和 45% 的股权。其业务以高强度机械用钢生产加工、钢铁轧制、金属压延为主。自半山钢铁基地 2015 年关停后，该公司一直处于转型状态。后续公司将以杭州杭钢云计算数据中心有限公司为实施主体，投资、建设并运营杭钢云计算数据中心项目一期。

与此同时，公司出资 10 亿元参股浙江富浙集成电路产业发展有限公司，参股后公司占富浙公司 7.69% 的股权。浙江富浙是国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司（以下简称大基金二期）的发起人之一。大基金主要聚焦集成电路产业链布局，重点投向集成电路产业链各环节的龙头企业。杭钢通过持股浙江富浙参与国家大基金二期项目，将有利于公司与集成电路行业龙头开展业务往来，促进公司数据中心项目的开展。

1.3.3. 公司股权结构

目前，公司的第一大股东为杭钢集团，持股比例 45.17%。而杭钢集团由浙江省国资委 90% 持股，故公司的实际控制人为浙江省国资委。公司持股比例 90% 以上的子公司主要有 5 家：其中 100% 控股的子公司包括宁波钢铁有限公司、浙江德清杭钢富春再生科技有限公司和杭州杭钢云计算数据中心有限公司。此外公司分别以 97.95% 和 97% 的比例控股浙江富春紫光环保股份有限公司和浙江新世纪再生资源开发有限公司。

图 3：公司股权结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 公司主要经营品种

公司的钢铁业务主要由全资子公司宁波钢铁开展，宁钢作为国内沿海具有先进制造能力的热轧商品卷生产基地之一，拥有约年 400 万吨的热轧卷产能。目前，宁钢拥有 2500 立方米的高炉 2 座，合计生铁产能 400 万吨；180 吨转炉 3 座，合计粗钢产能 441 万吨；1780mm 热连轧生产线一条，钢材产能 400 万吨。2018 年，公司全年累计生产铁水 428.73 万吨、板坯 455.27 万吨、热轧钢卷 442.53 万吨。产品则是以热轧卷板为主，包括碳素结构钢、低合金结构钢、汽车结构用钢、优质中高碳钢、冷成型用钢、电工钢、耐候钢等 16 个系列，100 余个钢种牌号，广泛应用于工程建筑、家电、汽车结构件、集装箱、机械制造等

领域。

表 1：公司主要产品系列及应用

产品大类	用途	产品特性	典型用途
普通碳素结构钢	制管	具有良好的机械加工性能、焊接性能	用于输送水、煤气、空气、油和取暖热水或蒸汽等一般较低压力流体和其他用途管
	冷弯	具有良好的加工弯曲性能、焊接性能	机械、汽车、自行车、家具、宾馆和饭店装饰及其他机械部件与结构件
	结构	具有较高的强度与较好的成型性能、焊接性能	工程、石化工业、化学工业、电力工业、农业灌溉、城市建设
低合金强度钢	制管	具有良好的机械加工性能、焊接性能	用于输送水、煤气、空气、油和取暖热水或蒸汽等一般较低压力流体和其他用途管
	冷弯	具有良好的加工弯曲性能、焊接性能	机械、汽车、自行车、家具、宾馆和饭店装饰及其他机械部件与结构件
	结构	具有较高的强度与较好的成型性能、焊接性能	工程、石化工业、化学工业、电力工业、农业灌溉、建筑
集装箱钢		具有良好的机械加工性能、焊接性能、耐腐蚀性能	用于集装箱等
管线钢		具有良好的机械加工性能、焊接性能及低温冲击性能	用于输送石油、天然气、水等
冷成型冲压用钢	一般用	具有足够的延展性，适用于简单的成型、弯曲或焊接工艺	广泛用于诸如微波炉、液晶电视、空调、冰箱、冷柜、热水器、脱排油烟机、烤箱、电饭煲、油汀、灭火器、雨伞部件、除草剂、单双层冷凝管（冰箱、汽车、航空）、电热管、汽车排气管、压滤油过滤器、油箱、隔热罩、中高端防盗门板，离合器压盘、药芯焊丝、U 盘接口等汽车零部件等汽车、家用电器、五金、手机、电子、搪瓷、建筑及其它工业生产中
	冲压用	具有比一般级更大的延展性	
	深冲用	具有比冲压级更大的延展性	
	特深冲用	具有比深冲级更大的延展性	
优质碳钢		具有良好的强度、机械加工性能，优良的热处理适应性	广泛应用于机械、零件、器具类等方面
刀模锯类用钢		具有良好的淬硬性、优良的机械强度	刀具、刀模、锯类，链片、零件等方面
弹簧钢		具有优良的钢度和弹性，良好的耐疲劳性	弹簧类、膜片弹簧类，也可用于刀具方面
碳素工具钢		具有良好的耐磨性，淬火后高的硬度和锋利度	刀具、刃具、工模具，以及机械配件
汽车结构用钢		用于要求（良好）成型加工性能（并有高强度要求）的汽车架构、车轮等汽车结构件	汽车结构件
大梁钢		汽车梁用钢带、汽车梁用钢板、汽车梁用纵切带	供制造汽车大梁、横梁用等
汽车车轮用钢		具有较高的强度，良好的冲压成型性能，良好的焊接性能和耐疲劳性能。表面质量、板形、和尺寸精度较高	钢制车轮
焊瓶钢		具有良好的室温综合机械性能和焊接性能及较高温度下力学性能，塑性好，冷弯成型性能优良	用于液化气钢瓶、乙炔气瓶等
电工钢		硅含量较高，冲片性能好等	用于冷轧硅钢基料（电机、变电站等）

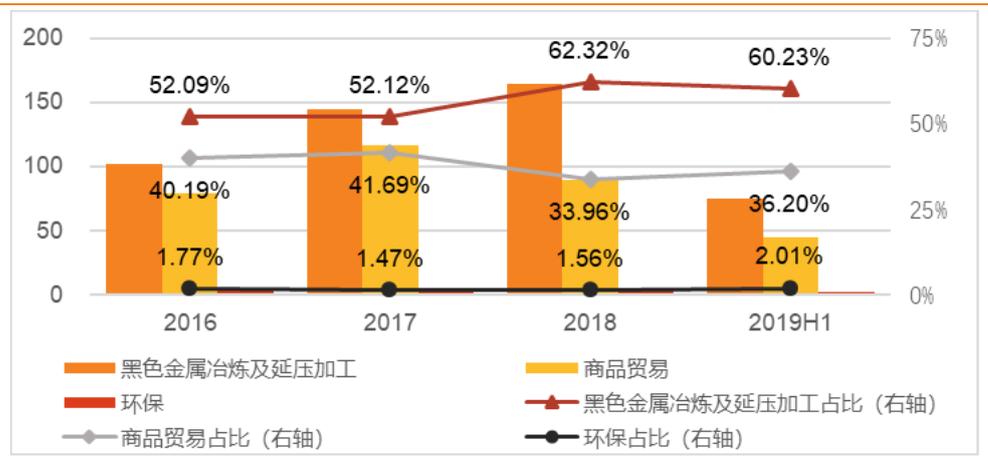
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 公司主营业务

2.1. 三大业务板块：钢铁制造+商品贸易+环保

重整以前,公司主要开展钢铁制造业务,贸易及其他行业在 2015 年的营收占比仅不到 1%。公司资产重组完成后,原位于半山基地的钢铁资产和业务置出后全部关停,新置入资产为宁波钢铁、紫光环保、再生资源等,公司具体业务均由上述子公司开展。分行业来看,目前公司共覆盖黑色金属冶炼及延压、原燃材料以及钢材贸易和环保三大业务板块。其中,钢铁制造仍为其主要业务,自 2016 年来其营收占比均在 50%以上变动,2018 年贡献了 60.23% 的营业收入。商品贸易及环保业务板块较重组前均有所扩张,2018 年,公司商品贸易营收占总营收的 33.96%,环保产业的营收占比为 1.56%。

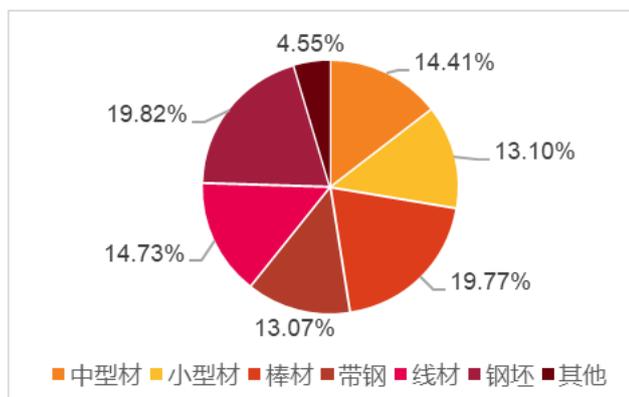
图 4: 公司历年分行业营收及占比(单位:亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

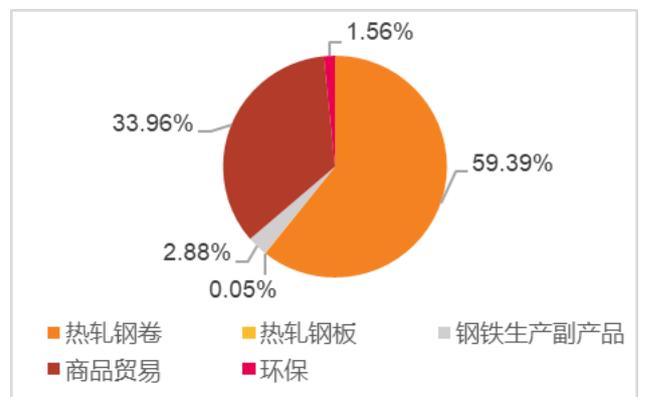
分产品来看,重组前公司的主要产品包括棒材、线材、带钢、型材等,2014 年分产品营收结构中,型材占比 27.51%,棒材占比 19.77%,线材占比 14.73%,带钢占比 13.07%。而现阶段公司产品以热轧卷板为主,用来满足冷轧压延、建筑用钢(钢结构)、集装箱制造、管线制造、汽车制造、造船、刀模具等行业需求。2018 年,公司全年生产热轧卷板 442.53 万吨,较上年同期增长 1.54%。分产品营收中,热轧钢卷贡献了最多的营业收入,占比 59.39%;热轧钢板及钢铁副产品仅分别占营收的 0.05%和 2.88%。

图 5: 2014 年公司分产品营收占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 2018 年公司分产品营收占比



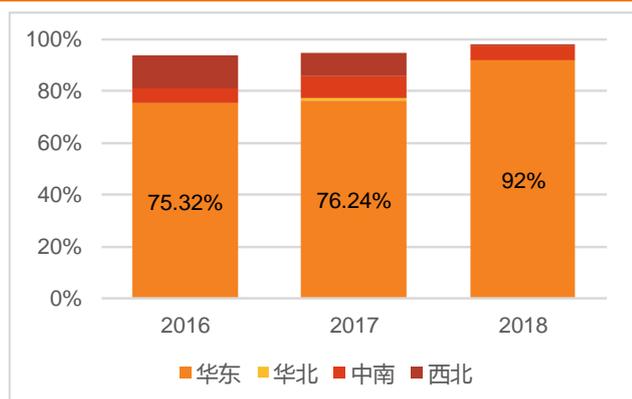
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 公司产品销售主要面向浙江

公司钢铁业务主要由子公司宁波钢铁开展。宁钢位于我国经济发展活力较强的长三角经济

圈，公司通过宁钢技术改造项目，为该地区提供建设、发展所需的钢铁产品，同时扩展海外市场。作为全球重要的先进制造业基地和中国综合实力最强的经济中心之一，长三角面临持续且较多的钢材需求，近年来公司 75% 以上的产品均销往华东地区。2018 年，公司 90% 以上的产品销往华东地区，其中，70% 以上的产品均在浙江省内销售。依据公司 2018 年年报，浙江省钢材需求较大，年钢材需求约在 4500 万吨，但其钢材产量无法满足自身发展需求，省内钢材产量规模 2015 年至 2018 年间均呈下降趋势。虽然 2019 年产量有所恢复，全年省内钢材产量 3468.25 万吨，但面对较大的自身需求仍存在缺口。基于省内的钢材需求状况，浙江地区的钢材价格较内陆及周边地区偏高。整体而言，浙江省作为公司营收的主要来源地，市场需求潜力大，钢材售价较高，对公司营收形成支撑。

图 7：公司分地区营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司产品销售主要面向浙江



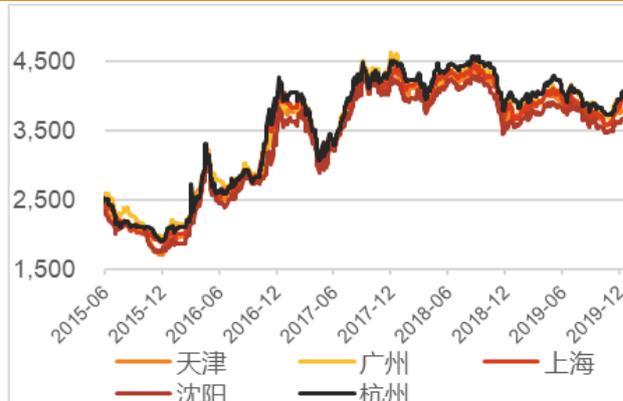
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 9：浙江省历年钢材产量及同比增速（单位：万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：各地热轧板卷:Q235B:3.00mm 价格对比（单位：元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 公司财务指标

整体来看，2016 年公司重组完成后各项指标均出现好转。2018 年为历年业绩最好，但 2019 年受原材料价格上涨、钢材产品价格下降、中美贸易因素影响，公司利润遭受大幅冲击。截至 2019 年第三季度，公司热轧卷板累计产量 318.29 万吨，同比减少 6.35%；销量 321.97 万吨，同比减少 5.01%。实现营收 194.97 亿元，同比减少 1.26%；归母净利润 8.21 亿元，同比减少 48.83%。

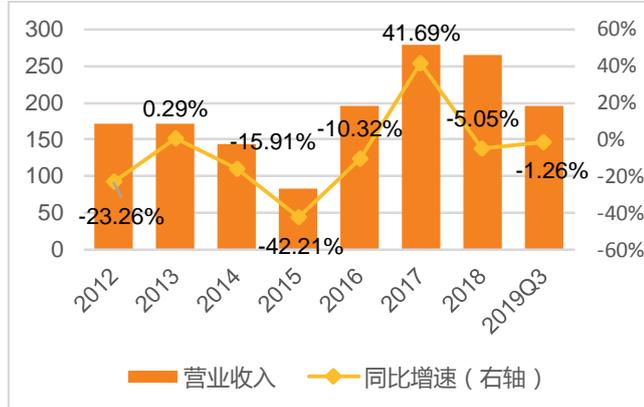
3.1. 收入端：热轧卷板量、价齐降，营收承压

2016 年公司完成重组后，营收增速出现改善。2018 年以来，受益于供给侧改革及打击地条钢因素影响，钢铁企业盈利普遍好转，企业纷纷提高高炉利用系数与转炉废钢料消耗。受此影响，2019 年我国钢材产量大幅增长，全年累计产量 12.05 亿吨，同比增长 9.8%。产

量大幅增长使得供给端对价格的边际拉动影响减弱，钢材价格水平整体弱于 2018 年。2019 年国内钢材综合价格指数均值为 108.22，较上年的 115.92 降低 6.64%；其中长材价格指数均值为 114.34，同比下降 6.19%；板材价格指数均值为 104.37，同比下降 7.19%。

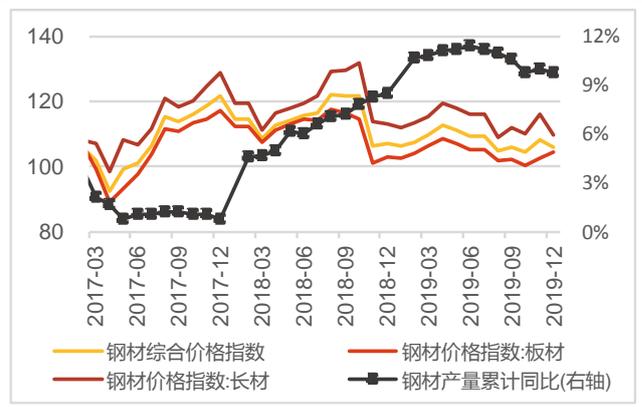
受钢材售价下降影响，2019 年前三季度公司实现营业收入 194.97 亿元，同比减少 1.26%。其中，热轧卷板前三季度累计产量 318.29 万吨，同比减少 6.35%；销量 321.97 万吨，同比减少 5.01%。同期公司热卷平均销售价格为 3382.56 元/吨，同比下降 5.29%。热轧卷板量、价齐落是 2019 年公司营收减少的重要原因。

图 11：公司营业收入及同比增速（单位：亿元）



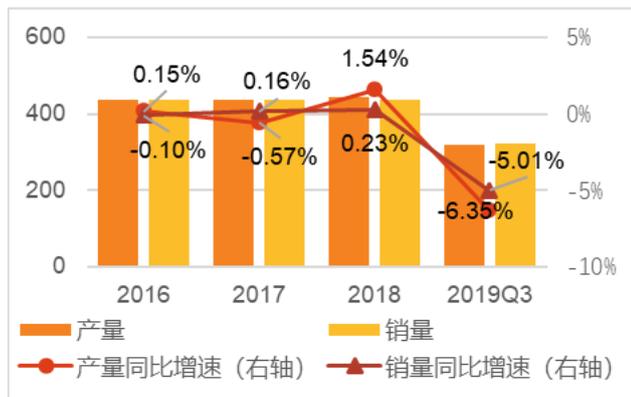
资料来源：Wind，天风证券研究所。公司 2015 年调整前、调整后营收分别为 83.5 亿元和 219.22 亿元。图中 2015 年为调整前营收，但 2016 年同比增速以 2015 年调整后营收为基数进行计算，故为负

图 12：全国钢材产量累计同比及钢材价格指数



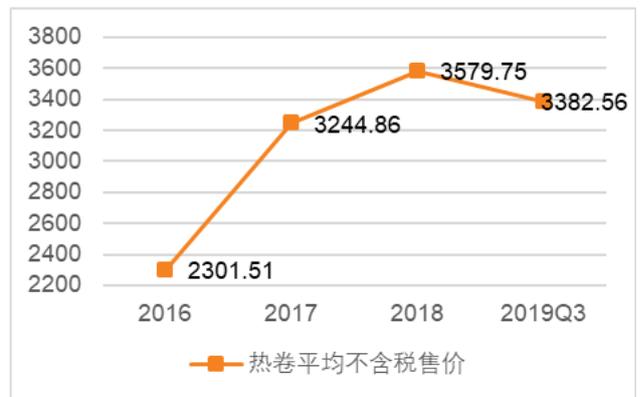
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：公司热卷产销量及同比变化（单位：万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

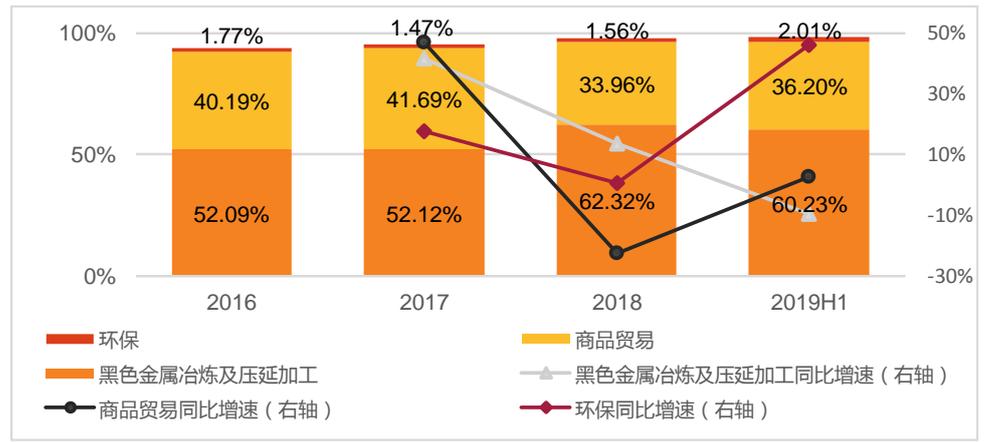
图 14：公司热轧卷板平均售价（单位：元/吨，不含税）



资料来源：Wind，天风证券研究所

分行业来看，2019 年，受钢材价格下降影响，公司钢铁制造业务板块营收贡献减少。2019 年上半年，公司黑色金属冶炼及压延业务实现营收 75.18 亿元，同比减少 9.54%，营收占比由上年同期的 63.07% 下降至 60.23%。同期商品贸易及环保业务分别实现营收 45.19 亿元和 2.51 亿元，同比增加 2.70% 和 46.09%。公司重组以后，环保及金属贸易产业也被纳入到新的发展总战略中，并不断寻求数字经济领域的发展。传统的钢铁制造虽仍是公司主要业务，但整体呈现多元化产业的发展格局。多产业并举将有助于公司转型，并增强公司作为钢铁企业抵御周期性风险的能力。

图 15：公司分行业营业收入占比及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 成本端: 期间费率较低, 但原材料价格上涨抬升成本

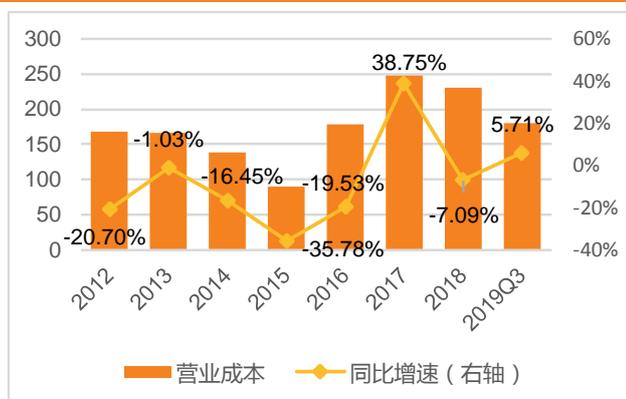
3.2.1. 铁矿石价格急剧上升压缩企业效益

公司凭借其有利的临港区条件, 物流成本优势显著。2018 年公司年报数据显示, 公司当年生产热轧钢卷 442.53 万吨, 铁水成本 2079 元, 低于行业平均值 53 元; 热卷成本 2833 元, 低于行业平均值 93 元。

2019 年, 受巴西淡水河谷溃坝事故影响, 铁矿石价格飙升出现大幅波动。原材料价格骤增使得公司成本端压力增大, 2019 年前三季度, 公司营业成本 180.51 亿元, 较上年同期增长 5.71%。

分行业来看, 钢铁制造作为公司的主营业务板块, 其营业成本占比自 2016 年以来均在 50% 左右。2018 年, 公司三大板块业务营业成本占比排序为: 黑色金属冶炼及压延加工 (57.97%) > 商品贸易 (38.53%) > 环保业务 (1.13%)。从 2019 年上半年的数据来看, 公司钢铁制造业务板块营业成本 64.86 亿元, 同比下降 0.7%。面对铁矿石价格的骤增, 公司该项业务的营业成本不升反降, 原因在于公司产量规模缩减。2019 年上半年, 公司热卷产量 209.85 万吨, 销量 215.69 万吨, 分别比上年同期减少 7.27% 与 4.43%。究其原因, 公司 1 号高炉 (2500 立方米) 异地大修刚刚完成, 在提产期间影响产量。而同期对应业务板块的营业成本仅同比下降 0.7%, 可以看出铁矿石价格的上升确实给公司成本端带来了较大的压力。

图 16: 公司历年营业成本及同比增速 (单位: 亿元)



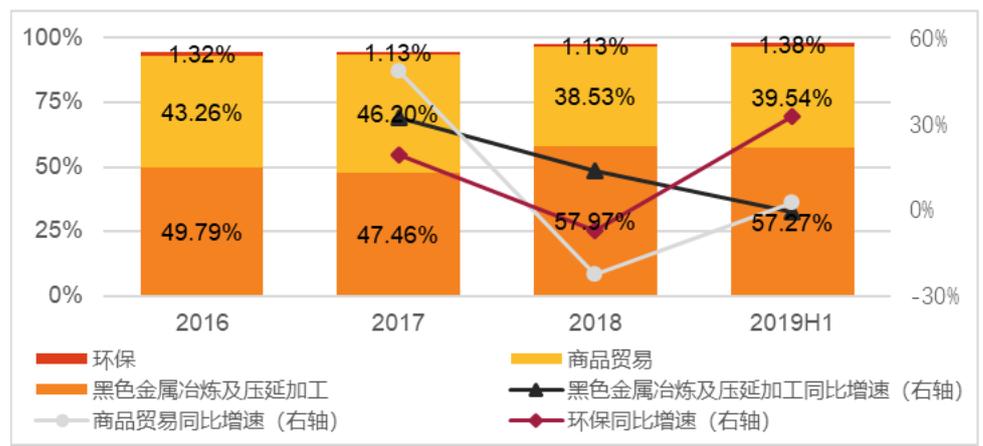
资料来源: Wind, 天风证券研究所, 公司 2015 年调整前、调整后营业成本分别为 89.31 亿元和 222.69 亿元。图中 2015 年为调整前营业成本, 但 2016 年同比增速以 2015 年调整后营业成本为基数进行计算, 故为负

图 17: 铁矿石价格指数走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18：公司分行业营业成本占比及同比增速



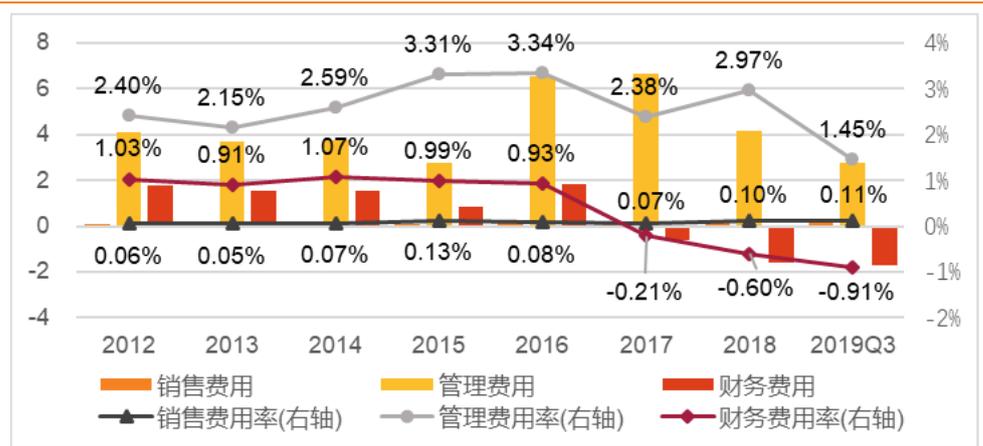
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.2. 期间费率处于行业较低水平，研发投入持续增加

三费方面，公司持续推动降本增效，降费成果显著。2019 年 1-9 月份，公司销售费用支出 0.17 亿元，同比减少 3.97%；管理费用支出 2.75 亿元，同比减少 11.31%；财务费用支出 -1.71 亿元，同比减少 84.98%。三项费用合计 1.22 亿元，比上年同期减少 48.16%。

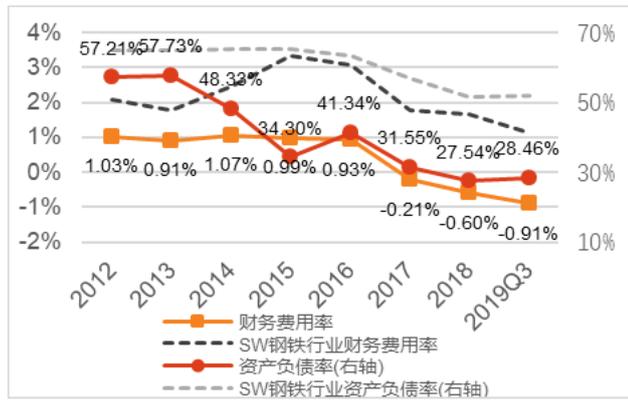
分费用项目来看，公司销售费用率一直较为稳定，自 2012 年以来持续在 0.1% 附近变动。三项费用中金额最高的管理费用占营业收入的比重自 2017 年以来呈波动递减的趋势，截至 2019 年 3 季度，公司管理费用率为 1.45%。财务费用方面，公司一直坚持全信用低成本融资策略，2018 年公司全年综合融资成本仅为 3.1%。随着公司盈利水平的改善，公司自有资金不断充裕，外部借款同比大幅减少，利息支出也随之缩减，叠加公司资金存放收益较高，财务费用自 2017 年开始转为负值，也带来资产负债率的改善。2019 年前三季度，公司资产负债率仅为 28.46%，远低于行业 51.95% 的平均水平。总体来看，公司期间费率处于行业较低水平，成本管理工作效果显著。

图 19：公司三费及费率（单位：亿元）



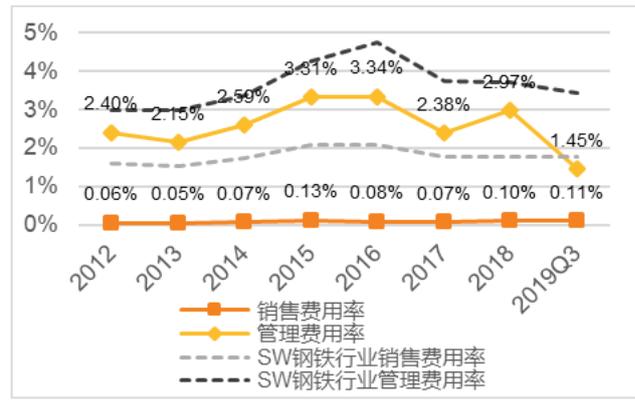
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：公司财务费用率、资产负债率与行业对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

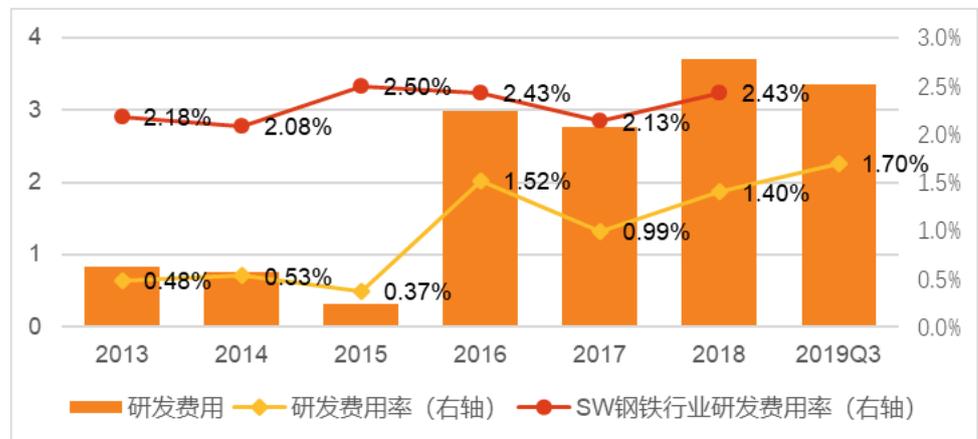
图 21：公司管理费用率、销售费用率与行业对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司研发费用率一直低于行业平均水平。但自重组完成后，公司加大研发投入，围绕“产品高端化、精品化、品牌化”的“三品”战略和“研产销一体化”的工作思路，推动产品精品化、高端化发展，不断提升自身科技创新水平来实现转型。目前，公司研发费用率已从重组前的不到 1% 上升至 2018 年的 1.4%。2018 年，公司研发投入 3.7 亿元，比上年同期增长 33.55%，主要应用于宁钢科技攻关项目。公司当年成功研发新产品 19 个，新产品产量达到 42.11 万吨，创下历史新高。截至 2019 年三季度，公司研发费用支出 3.35 亿元，同比增长 34.9%，研发费用率提升至 1.7%。

图 22：公司研发费用支出及研发费用率（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 原材料成本上升、钢材价格下降共同挤压利润空间

2016 年，公司重组执行完毕，财务状况显著改善。2018 年公司充分把握有利市场时机，创造了历史最好业绩，当年实现归母净利润 19.38 亿元，同比增长 7.9%。2019 年以来，受原材料成本上升及钢材价格下降影响，公司盈利水平有所下降，前三季度分别实现归母净利润 4.38 亿元、2.75 亿元、1.09 亿元，同比下降 12.96%、57.88% 和 75.83%。

从产量来看，由于公司 1 号高炉异地大修刚刚完成，在提产期间影响产量，公司前三季度热卷产销均有所下滑，当期热卷累计产量 318.29 万吨，同比减少 6.35%；销量 321.97 万吨，同比减少 5.01%。与此同时，面对铁矿石价格的大幅上涨与钢材产品价格的回落，钢材产品盈利空间压缩。2019 年上半年，公司钢铁业务板块毛利率为 13.73%，较上年同期的 21.41% 下降 7.63 个百分点。截至 2019 年 3 季度，公司整体毛利率水平为 7.41%，较上年同期的 13.52% 下降 6.11 个百分点。即使期间公司三项费用同比减少，但受毛利率下滑影响，公司销售净利率恶化。截至 2019 年 3 季度，公司销售净利率为 4.32%，较 2017 年同期减

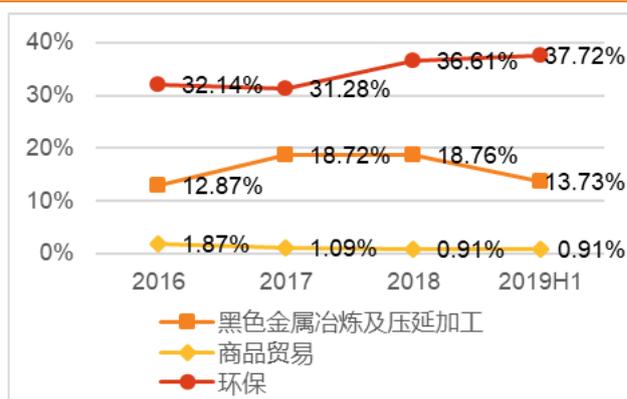
少 3.88 个百分点；当期累计实现归母净利润 8.21 亿元，同比减少 48.83%。

图 23：公司单季度归母净利润（单位：亿元）



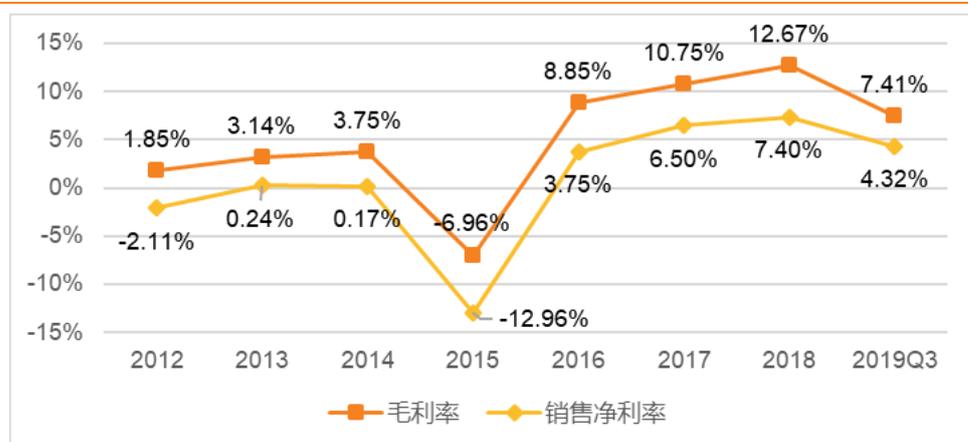
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：公司三大业务板块近年来毛利率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：公司销售净利率与毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 公司优势及未来发展

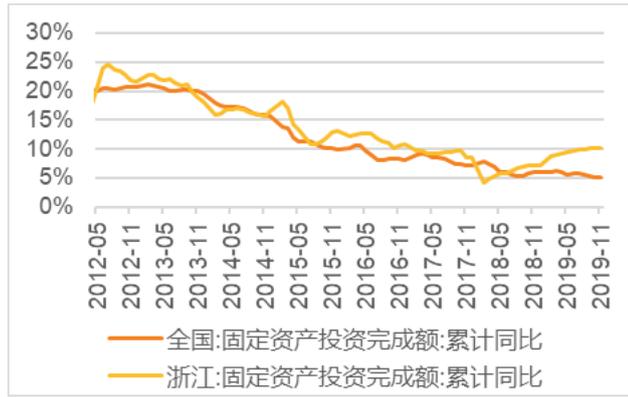
4.1. 优异的地理位置带来物流成本优势与丰富的市场需求

承载公司钢铁业务的子公司宁波钢铁位于浙江省宁波市，良好的地理位置为其带来了物流成本优势与丰富的市场需求。

一方面，公司毗邻北仑港，北仑港作为我国深水良港之一，可通行并停靠 30 万吨级的大型船舶，为宁钢大宗燃料供应提供了极为有利的外部水运条件。宁钢采购的铁矿石、焦煤等大宗燃料可通过北仑港的流程直接卸到自身的料场，从而减少物料倒运费，降低物料损耗。凭借在燃料运输上的物流成本优势，2018 年，公司铁水成本 2079 元，低于行业平均值 53 元；热卷成本 2833 元，低于行业平均值 93 元。

另一方面，宁波位于我国长三角经济圈。作为中国第一大经济区，长三角是全球重要的先进制造业基地，钢材需求量大，公司 90% 以上的产品均销往华东地区。其中，浙江省钢材需求大、产品售价相对较高，公司 70% 以上的产品需求均来自于省内。在这样的销售模式下，公司的销售半径较小，在 200 公里以内。同时交货周期短，从合同签订到提货约 11 天，区位优势更加突出。此外，公司贴近上海、杭州，未来数字经济发展也将面临广阔的市场需求。

图 26：浙江省固定资产投资完成额累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：浙江省分行业固定资产投资情况



资料来源：浙江省统计年鉴，天风证券研究所

4.2. 业务优势：传统业务升级，聚焦数字经济新领域

一方面，公司推动传统钢铁制造业务的升级，围绕“产品高端化、精品化、品牌化”的“三品”战略和“研产销一体化”的工作思路，推动产品精品化、高端化发展，不断增强产品竞争力。与此同时，公司通过收购控股股东旗下的商贸业务来完善自身的钢铁业务产业链。2019年6月份，公司筹划收购冶金物资和东菱商贸的100%股权、杭钢国贸99.5%的股权以及向富春公司支付现金购买其下属商贸业务板块经营性资产及负债。经过本次重组，公司将形成完善的原材料采购，钢铁生产、制造及销售的一体化产业链，提高公司在产业链上下游的竞争力与话语权。

另一方面，在实现传统业务升级的同时，公司加强对新领域的开拓，重视环保、数字经济产业的发展。2019年7月，公司宣布收购杭钢云计算数据中心有限公司100%的股权并增资，后续将以云数据公司为主体投资建设运营杭钢云计算数据中心项目一期。与此同时，公司出资10亿元参股浙江富浙集成电路产业发展有限公司，参股后公司占富浙公司7.69%的股权。浙江富浙正是国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司（以下简称大基金二期）的发起人之一。大基金主要聚焦集成电路产业链布局，重点投向集成电路产业链各环节的龙头企业。杭钢通过持股浙江富浙参与国家大基金二期项目，将有利于公司与集成电路行业龙头开展业务往来，促进公司数据中心项目的开展。环保及数字经济产业的发展将提升公司产业的多样性，在拓展营收来源实现转型的同时，可增强公司作为钢铁企业对抗周期性风险的能力。

4.3. 行业：成本端有望稳定，需求端难有显著回升

从成本端来看，原材料经历两年大幅波动调整，未来大概率维持在目前相对弱势的供需格局，但同比更加稳定。铁矿石总体上看矿价维持平稳的趋势比较明显。焦炭来讲，经历了2018年、2019年的大幅波动后，政策性收紧效应正在减弱，弱势运行概率较大。从需求端来看，由于国内经济结构处于转型期，逆周期调整仍然需要托基建稳经济，为制造业乃至整个经济转型争取空间和时间。此阶段的经济特点决定了在钢材需求上会出现明显的结构分化，即建材需求强劲，工业用材需求相对弱，但对工业用材质量要求越来越高，特别是对特钢的需求会逐步增加。2020年作为十三五的收官之年，也是蓝天保卫战的决胜年，未来制造业投资仍将受限，同时汽车家电由于前些年的透支效应需求短期难以出现明显改善，热卷需求难有较大反弹，公司钢材产品以热卷为主，将面临一定挑战。虽然公司钢材产品结构较为单一，但仍在不断加大研发投入，实现产品创新向特钢领域进军。与此同时，环保及数字经济的多样化产业发展也将使得公司在面临钢铁行业周期性波动时具有更大的灵活性。

5. 投资建议

5.1. 盈利预测

通过对公司主营业务进行拆分，基于我们认为：

一，公司钢铁业务后期依然为公司主要盈利来源，伴随去产能的结束，公司钢铁业务有望保持稳定盈利；

二，公司目前正在拓展的 IDC 业务稳步推进，我们认为 2021 年起或将增厚公司盈利水平。

未来公司的主营业务经营具体情况如下表所示：

表 2：公司主营业务预测（单位：亿元；%）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
黑色金属冶炼及压延加工						
收入	102.40	145.17	164.82	167.03	170.47	185.79
成本	89.22	118.00	133.91	135.41	137.25	145.65
毛利	13.18	27.18	30.91	31.62	33.22	40.14
毛利率(%)	12.87	18.72	18.76	18.93	19.49	21.61
业务收入比例(%)	52.09	52.12	62.32	62.53	61.95	62.52
热轧钢卷						
收入	100.47	141.66	157.07	158.35	161.26	175.02
成本	87.55	115.05	127.24	128.35	130.02	136.94
毛利	12.91	26.60	29.83	30.00	31.24	38.08
毛利率(%)	12.85	18.78	18.99	18.95	19.37	21.76
业务收入比例(%)	51.10	50.85	59.39	59.28	58.61	58.90
钢铁生产副产品						
收入	1.85	3.42	7.63	8.52	9.01	10.53
成本	1.61	2.88	6.59	6.97	7.12	8.58
毛利	0.24	0.54	1.03	1.55	1.89	1.95
毛利率(%)	12.90	15.75	13.56	18.19	20.98	18.52
业务收入比例(%)	0.94	1.23	2.88	3.19	3.27	3.54
热轧钢板						
收入	0.09	0.10	0.12	0.16	0.20	0.24
成本	0.06	0.06	0.07	0.09	0.11	0.13
毛利	0.03	0.03	0.05	0.07	0.09	0.11
毛利率(%)	29.12	34.07	38.92	43.75	45.00	45.83
业务收入比例(%)	0.05	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
商品贸易业务						
收入	79.01	116.13	89.81	90.21	93.55	97.51
成本	77.53	114.86	89.00	89.23	92.43	96.33
毛利	1.48	1.27	0.82	0.98	1.12	1.18
毛利率(%)	1.87	1.09	0.91	1.09	1.20	1.21
业务收入比例(%)	40.19	41.69	33.96	33.77	34.00	32.81
环保						
收入	3.48	4.09	4.12	4.12	4.54	4.76
成本	2.36	2.81	2.61	2.61	2.82	2.93
毛利	1.12	1.28	1.51	1.51	1.72	1.83
毛利率(%)	32.14	31.28	36.61	36.65	37.89	38.45
业务收入比例(%)	1.77	1.47	1.56	1.54	1.65	1.60
其他业务						
收入	11.71	13.16	5.75	5.78	6.60	9.11
成本	10.08	12.93	5.46	5.46	6.23	8.23

毛利	1.63	0.23	0.28	0.32	0.37	0.88
毛利率(%)	13.89	1.75	4.92	5.54	5.61	9.66
业务收入比例(%)	5.96	4.72	2.17	2.16	2.40	3.07
合计						
收入	196.60	278.55	264.50	267.14	275.16	297.17
成本	179.19	248.60	230.98	232.71	238.73	253.14
毛利	17.41	29.96	33.52	34.43	36.43	44.03
毛利率(%)	8.86	10.76	12.67	12.89	13.24	14.82

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5.2. 首次覆盖，给予“买入”评级

根据我们对行业未来趋势和公司增长点的判断，我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 267.14/275.16/297.17 亿元，归母净利润分别为 9.57/9.85/10.69 亿。公司传统业务为钢铁业务，可比公司包括本钢板材、山东钢铁等；公司在推进的 IDC 业务，可对比公司有宝信软件、浪潮信息等。钢铁业务方面，我们预计公司 2020 年、2021 年钢铁主业利润分别为 9.85 亿元和 10.21 亿元。对比本钢板材、山东钢铁的估值水平，我们给予公司钢铁业务 2020 年 20-25 倍的估值区间，2021 年 19-23 倍的估值区间。IDC 业务方面，我们预计公司 2021 年 IDC 业务利润为 0.48 亿元，对比宝信软件、浪潮信息给予 30-50 倍估值区间。依据我们的预计，公司 2020 年对应市值在 197 亿元-246.25 亿元，2021 年对应市值在 208.39 亿元-258.83 亿元。按照 197 亿-246.25 亿市值的区间均价进行计算，给予目标价 6.56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值水平 (PE)

	2019E	2020E	2021E
宝信软件	68.00	52.69	43.04
浪潮信息	70.05	47.83	35.33
本钢板材	21.31	21.73	22.20
山东钢铁	19.06	21.75	20.91

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 28: 杭钢股份历史 PE (TTM)



资料来源: wind, 天风证券研究所

风险提示: 1. 钢材产量持续维持高位，同时下游需求受疫情等因素影响出现萎缩，钢铁行业整体供需错配导致公司钢铁业务利润下滑；2. IDC 进展不及预期及盈利不及预期等因素；3. 公司自身经营出现其他不可预测风险等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,212.84	5,779.22	6,968.37	10,759.97	12,259.85
应收票据及应收账款	2,029.67	1,944.64	1,188.24	834.29	1,350.04
预付账款	259.55	171.00	30.24	177.73	47.62
存货	1,917.87	1,913.28	1,165.37	2,391.23	1,137.47
其他	1,158.90	1,395.34	2,591.05	996.86	842.61
流动资产合计	9,578.83	11,203.48	11,943.27	15,160.07	15,637.59
长期股权投资	8.54	6.12	6.12	6.12	6.12
固定资产	9,699.69	8,968.54	8,578.55	8,183.57	7,783.58
在建工程	377.84	599.53	629.53	659.53	689.53
无形资产	3,884.03	4,131.74	3,928.19	3,724.65	3,521.10
其他	908.01	898.62	818.63	860.24	841.78
非流动资产合计	14,878.12	14,604.56	13,961.03	13,434.11	12,842.12
资产总计	24,456.95	25,808.04	25,904.30	28,594.19	28,479.72
短期借款	199.02	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,732.98	3,629.81	3,446.69	4,321.14	3,999.29
其他	3,020.45	2,702.39	2,230.27	3,145.56	2,357.45
流动负债合计	6,952.45	6,332.20	5,676.96	7,466.70	6,356.74
长期借款	747.19	657.37	500.00	400.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.83	117.09	58.46	64.13	79.89
非流动负债合计	764.03	774.46	558.46	464.13	379.89
负债合计	7,716.47	7,106.66	6,235.42	7,930.83	6,736.63
少数股东权益	186.27	209.51	220.41	230.30	241.52
股本	2,597.84	3,377.19	3,377.19	3,377.19	3,377.19
资本公积	11,047.66	10,268.31	10,268.31	10,268.31	10,268.31
留存收益	13,956.37	15,114.68	16,071.28	17,055.87	18,124.37
其他	(11,047.66)	(10,268.31)	(10,268.31)	(10,268.31)	(10,268.31)
股东权益合计	16,740.47	18,701.38	19,668.88	20,663.36	21,743.08
负债和股东权益总	24,456.95	25,808.04	25,904.30	28,594.19	28,479.72

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,811.35	1,957.17	956.61	984.58	1,068.50
折旧摊销	1,169.53	1,448.62	693.53	698.53	703.53
财务费用	(28.14)	(28.17)	(209.89)	(309.48)	(413.46)
投资损失	(33.81)	(54.71)	(29.55)	(29.55)	(29.55)
营运资金变动	(2,420.27)	(987.56)	(191.06)	2,331.86	(55.01)
其它	1,284.39	102.25	10.90	9.89	11.22
经营活动现金流	1,783.06	2,437.60	1,230.53	3,685.84	1,285.24
资本支出	954.41	1,075.33	188.63	124.33	114.24
长期投资	(10.12)	(2.41)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,433.54)	(1,574.00)	(289.09)	(224.78)	(214.69)
投资活动现金流	(489.24)	(501.08)	(100.45)	(100.45)	(100.45)
债权融资	1,006.29	704.36	553.53	450.26	351.90
股权融资	(17.03)	159.03	209.89	309.48	413.46
其他	(2,605.47)	(1,229.05)	(704.36)	(553.53)	(450.26)
筹资活动现金流	(1,616.22)	(365.66)	59.06	206.21	315.10
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(322.40)	1,570.86	1,189.14	3,791.60	1,499.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	27,855.81	26,449.77	26,714.27	27,515.70	29,716.96
营业成本	24,860.12	23,097.94	24,149.70	24,956.74	27,042.43
营业税金及附加	137.93	181.20	148.01	159.06	180.00
营业费用	18.59	27.41	21.45	22.09	23.86
管理费用	663.94	415.75	416.74	429.24	463.58
研发费用	277.30	370.34	801.43	825.47	891.51
财务费用	(59.59)	(159.03)	(209.89)	(309.48)	(413.46)
资产减值损失	159.34	26.75	73.47	86.52	62.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	33.81	54.71	29.55	29.55	29.55
其他	(451.88)	(247.44)	(59.10)	(59.10)	(59.10)
营业利润	2,216.25	2,682.16	1,342.92	1,375.60	1,496.34
营业外收入	2.00	13.35	0.00	0.00	0.00
营业外支出	8.44	33.07	26.77	22.76	27.53
利润总额	2,209.80	2,662.44	1,316.15	1,352.84	1,468.80
所得税	398.45	705.27	348.64	358.36	389.08
净利润	1,811.35	1,957.17	967.50	994.48	1,079.72
少数股东损益	15.61	19.51	10.90	9.89	11.22
归属于母公司净利润	1,795.74	1,937.66	956.61	984.58	1,068.50
每股收益(元)	0.53	0.57	0.28	0.29	0.32

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	41.69%	-5.05%	1.00%	3.00%	8.00%
营业利润	192.77%	21.02%	-49.93%	2.43%	8.78%
归属于母公司净利润	147.53%	7.90%	-50.63%	2.92%	8.52%
获利能力					
毛利率	10.75%	12.67%	9.60%	9.30%	9.00%
净利率	6.45%	7.33%	3.58%	3.58%	3.60%
ROE	10.85%	10.48%	4.92%	4.82%	4.97%
ROIC	14.20%	14.69%	6.54%	6.30%	8.39%
偿债能力					
资产负债率	31.55%	27.54%	24.07%	27.74%	23.65%
净负债率	-19.15%	-27.14%	-32.61%	-49.89%	-54.77%
流动比率	1.38	1.77	2.10	2.03	2.46
速动比率	1.10	1.47	1.90	1.71	2.28
营运能力					
应收账款周转率	16.72	13.31	17.05	27.21	27.21
存货周转率	16.70	13.81	17.35	15.47	16.84
总资产周转率	1.11	1.05	1.03	1.01	1.04
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.57	0.28	0.29	0.32
每股经营现金流	0.53	0.72	0.36	1.09	0.38
每股净资产	4.90	5.48	5.76	6.05	6.37
估值比率					
市盈率	10.14	9.39	19.03	18.49	17.04
市净率	1.10	0.98	0.94	0.89	0.85
EV/EBITDA	4.33	2.26	6.13	4.12	3.19
EV/EBIT	6.79	3.44	9.88	6.81	5.26

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com