

投资评级 优于大市 维持

Q2 净利环增 195%，宝武进入值得期待

股票数据

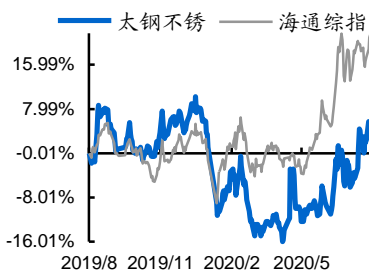
08月21日收盘价(元)	3.92
52周股价波动(元)	3.16-4.23
总股本/流通A股(百万股)	5696/5696
总市值/流通市值(百万元)	22329/22329

相关研究

《成本上升叠加价格下跌拖累归母净利润》
2020.04.26

《二季度归母净利润环比上升 138%》
2019.08.31

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.0	13.6	18.4
相对涨幅(%)	7.4	-1.5	-2.2

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:zh11756@htsec.com

证书:S0850519090001

投资要点:

● 事件:

● **公司公布 2020 年半年报。**公司 2020H1 实现营业收入 328.74 亿元, 同比降 5.28%, 实现归母净利润 5.90 亿元, 同比下降 49.38%。其中第二季度单季度实现归母净利润 4.41 亿元, 同比下降 46.32%, 环比增 195%。

● 点评:

● **公司生产稳顺运行。**公司 2020 年上半年实现粗钢产量 545.70 万吨, 同增 1.18%, 我们认为在今年新冠疫情影响下, 公司粗钢产量依旧实现逆势增长, 显示公司经营较为稳健, 但受疫情影响, 不锈钢消费下滑, 不锈钢价格下行, 二季度价格虽略有回升, 但总体来看价格依旧较低, 影响公司盈利。

● **中国宝武间接持公司 62.70% 股权。**8 月 21 日中午, 太钢不锈钢公告持有公司控股股东太钢集团 100% 股权的山西国资运营公司与中国宝武签署无偿划转协议。此次划转完成后, 中国宝武将持有太钢集团 51% 股权, 间接控制太钢不锈钢 62.70% 股权, 太钢不锈钢实控人变更为国务院国资委。我们认为行业整合不断进行, 中国宝武的介入或将提升公司整体管理效率, 整合值得期待。

● **公司终止收购鑫海新材料 51% 股权。**公司于 6 月公告终止重大资产重组, 公司原拟采用现金购买、发行股份购买资产或现金购买与发行股份购买资产相结合等方式收购鑫海新材料 51% 股权。

● **资产负债率续降。**截止 2 季度末公司资产负债率 52.88%, 继续降低; 20Q2 期间费用率小幅上涨至 7.94%, 但财务费用率和销售费用率均下降, 其中财务费用率下行至 1.25%。

● **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2020 至 2021 年可实现归母净利润分别为 11.35、15.37 亿元, 对应 EPS 分别为 0.20、0.27 元, 对应每股净资产分别为 5.75、5.97 元。参考可比公司, 采用 PB 估值, 参照可比公司, 我们给予公司 2020 年 0.7-0.9 倍 PB, 合理价值区间为 4.03-5.18 元。维持公司“优于大市”评级。

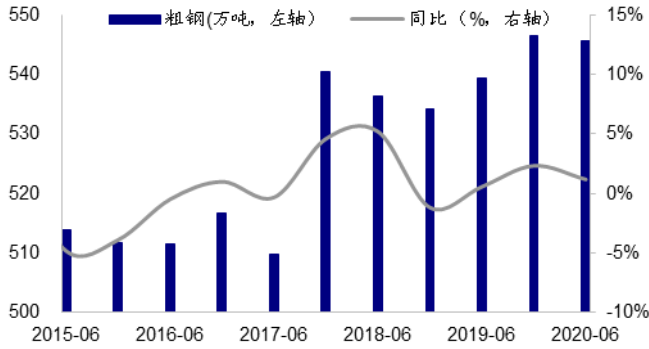
● **风险提示。**镍价继续上涨带来的盈利压缩风险; 不锈钢价格下跌风险。

主要财务数据及预测

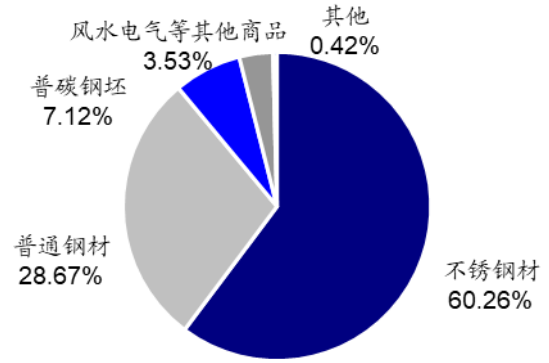
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	72946	70419	70197	71670	73839
(+/-)YoY(%)	7.6%	-3.5%	-0.3%	2.1%	3.0%
净利润(百万元)	4977	2119	1135	1537	1930
(+/-)YoY(%)	7.7%	-57.4%	-46.4%	35.4%	25.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.87	0.37	0.20	0.27	0.34
毛利率(%)	16.1%	12.0%	9.4%	9.7%	10.0%
净资产收益率(%)	16.3%	6.6%	3.5%	4.5%	5.4%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

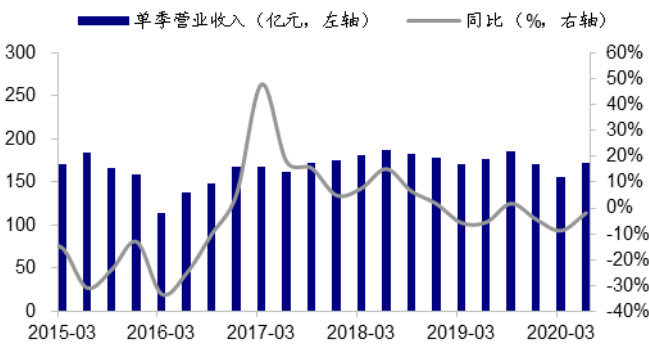
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 公司半年度粗钢产量变化情况


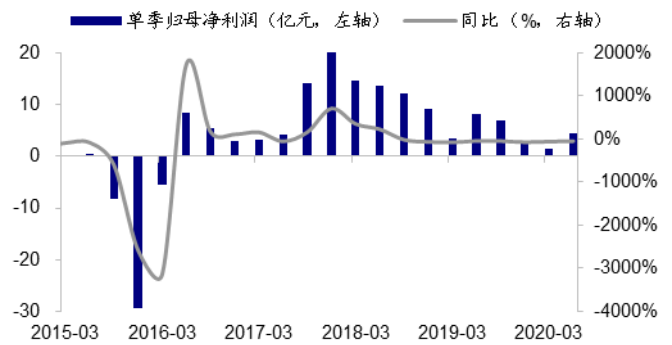
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 公司 2020 半年度分产品营业收入构成


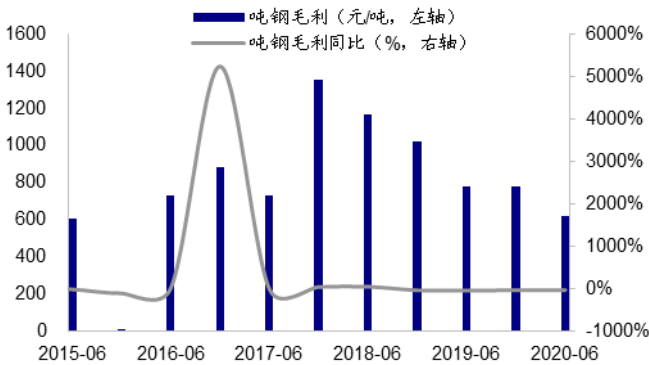
资料来源: 公司 2020 年半年报, 海通证券研究所

图3 公司单季度营业收入变化情况


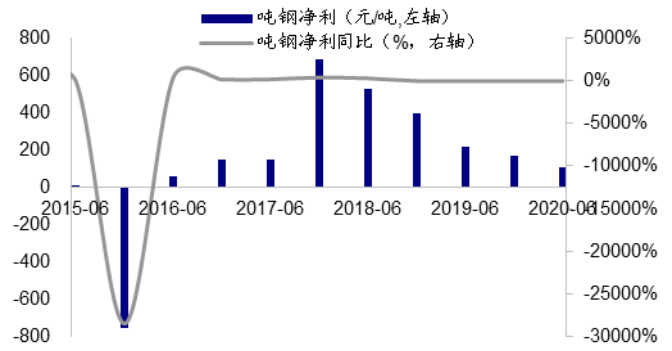
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司单季度归母净利润变化情况


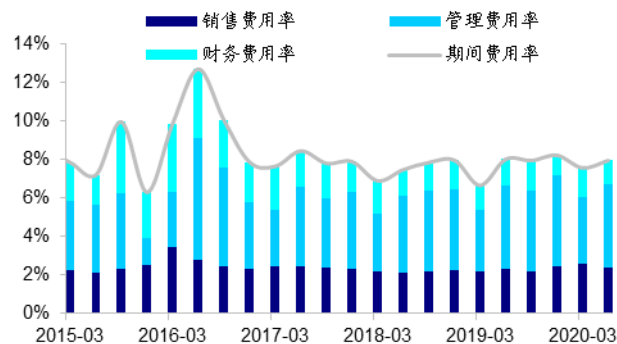
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 公司半年度吨钢毛利变化情况


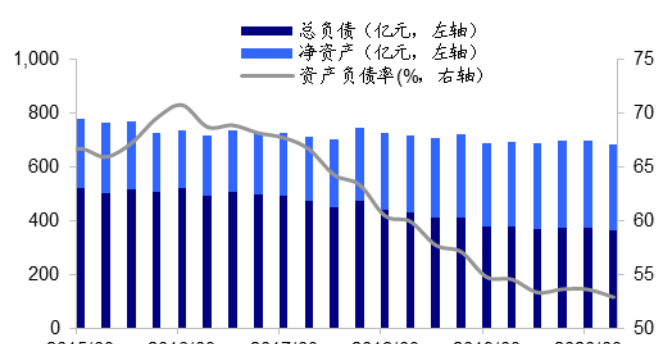
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 公司半年度吨钢净利变化情况


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 公司主营业务分项预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
不锈钢材					
收入 (百万元)	45315.36	43555.50	43111.23	43542.35	44413.19
成本 (百万元)	38715.06	38216.92	39317.45	39579.99	40193.94
毛利 (百万元)	6600.30	5338.58	3793.79	3962.35	4219.25
毛利率 (%)	14.57%	12.26%	8.80%	9.10%	9.50%
普通钢材					
收入 (百万元)	21061.85	18506.07	17580.77	17934.14	18475.75
成本 (百万元)	16878.97	16176.69	15646.88	15871.71	16351.04
毛利 (百万元)	4182.88	2329.38	1933.88	2062.43	2124.71
毛利率 (%)	19.86%	12.59%	11.00%	11.50%	11.50%
普通钢坯					
收入 (百万元)	4166.94	5735.82	6882.98	7571.28	8328.41
成本 (百万元)	3461.48	5176.19	6211.43	6832.57	7515.83
毛利 (百万元)	705.46	559.63	671.55	738.71	812.58
毛利率 (%)	16.93%	9.76%	9.76%	9.76%	9.76%
风水电气、废次材等其他商品					
收入 (百万元)	2085.73	2186.67	2186.67	2186.67	2186.67
成本 (百万元)	1892.15	1992.18	1992.18	1992.18	1992.18
毛利 (百万元)	193.58	194.49	194.49	194.49	194.49
毛利率 (%)	9.28%	8.89%	8.89%	8.89%	8.89%
其他					
收入 (百万元)	316.22	435.33	435.33	435.33	435.33
成本 (百万元)	288.92	408.27	408.27	408.27	402.83
毛利 (百万元)	27.31	27.06	27.06	27.06	32.50
毛利率 (%)	8.64%	6.21%	6.21%	6.21%	7.47%
营业收入合计 (百万元)	72946.11	70419.39	70196.98	71669.77	73839.35
同比增长率 (%)	7.61%	-3.46%	-0.32%	2.10%	3.03%
营业成本合计 (百万元)	61236.57	61970.26	63576.21	64684.73	66455.82
综合毛利率 (%)	16.05%	12.00%	9.43%	9.75%	10.00%

资料来源: Wind, 2018-2019 年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值情况 (2020-08-21 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	2020E	2021E	2020E
000708.SZ	中信特钢	19.09	1.18	1.29	16.21	14.77	3.17
600019.SH	宝钢股份	5.08	0.42	0.48	12.11	10.55	0.62
603878.SH	武进不锈	8.59	0.73	0.83	11.74	10.30	1.38
000932.SZ	华菱钢铁	4.48	0.83	0.90	5.40	5.00	0.85
	均值		0.79	0.88	11.37	10.15	1.51

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司数据均采用 Wind 一致预期数据

风险提示: 镍价继续上涨带来的盈利压缩风险; 不锈钢价格下跌风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	70419	70197	71670	73839
每股收益	0.37	0.20	0.27	0.34	营业成本	61970	63576	64685	66456
每股净资产	5.61	5.75	5.97	6.26	毛利率%	12.0%	9.4%	9.7%	10.0%
每股经营现金流	0.68	0.93	0.74	0.85	营业税金及附加	295	346	335	352
每股股利	0.10	0.05	0.05	0.05	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	1614	1586	1627	1674
P/E	10.54	19.67	14.53	11.57	营业费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
P/B	0.70	0.68	0.66	0.63	管理费用	587	576	591	608
P/S	0.32	0.32	0.31	0.30	管理费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EV/EBITDA	5.17	1.96	1.45	0.81	EBIT	3657	1875	2129	2385
股息率%	2.6%	1.3%	1.3%	1.3%	财务费用	932	902	763	613
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.3%	1.3%	1.1%	0.8%
毛利率	12.0%	9.4%	9.7%	10.0%	资产减值损失	-796	0	0	0
净利润率	3.0%	1.6%	2.1%	2.6%	投资收益	189	163	175	177
净资产收益率	6.6%	3.5%	4.5%	5.4%	营业利润	2150	1176	1583	1991
资产回报率	3.0%	1.7%	2.2%	2.9%	营业外收支	8	0	0	0
投资回报率	6.4%	3.3%	3.7%	4.2%	利润总额	2158	1176	1583	1991
盈利增长 (%)					EBITDA	6989	5053	5279	5544
营业收入增长率	-3.5%	-0.3%	2.1%	3.0%	所得税	94	65	82	106
EBIT 增长率	-46.6%	-48.7%	13.5%	12.0%	有效所得税率%	4.4%	5.6%	5.2%	5.3%
净利润增长率	-57.4%	-46.4%	35.4%	25.6%	少数股东损益	-55	-25	-36	-44
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2119	1135	1537	1930
资产负债率	53.6%	51.9%	49.9%	47.0%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	0.82	0.93	1.08	1.28	货币资金	9810	11000	12000	13000
速动比率	0.49	0.58	0.66	0.78	应收账款及应收票据	1058	1101	1108	1147
现金比率	0.36	0.43	0.50	0.61	存货	8482	8709	9747	10560
经营效率指标					其它流动资产	2616	2783	2816	2818
应收帐款周转天数	5.48	5.73	5.64	5.67	流动资产合计	21966	23593	25671	27525
存货周转天数	49.96	50.00	55.00	58.00	长期股权投资	1629	1629	1629	1629
总资产周转率	1.01	1.02	1.05	1.09	固定资产	43563	40679	37854	35009
固定资产周转率	1.62	1.73	1.89	2.11	在建工程	1124	1624	2024	2324
					无形资产	241	218	197	175
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	47582	45172	42722	40152
净利润	2119	1135	1537	1930	资产总计	69548	68765	68393	67677
少数股东损益	-55	-25	-36	-44	短期借款	8188	6423	5156	2993
非现金支出	4122	3178	3150	3159	应付票据及应付账款	10924	10973	10633	10378
非经营收益	840	1055	937	815	预收账款	2335	2289	2350	2417
营运资金变动	-3155	-28	-1384	-993	其它流动负债	5489	5657	5630	5679
经营活动现金流	3871	5315	4204	4867	流动负债合计	26936	25343	23769	21467
资产	-1258	-771	-704	-593	长期借款	10042	10042	10042	10042
投资	0	-237	0	0	其它长期负债	319	319	319	319
其他	58	163	175	177	非流动负债合计	10360	10360	10360	10360
投资活动现金流	-1200	-845	-529	-416	负债总计	37296	35703	34130	31828
债权募资	14754	-1765	-1267	-2163	实收资本	5696	5696	5696	5696
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	31944	32780	34017	35647
其他	-17402	-1514	-1408	-1288	少数股东权益	307	282	247	203
融资活动现金流	-2648	-3279	-2675	-3451	负债和所有者权益合计	69548	68765	68393	67677
现金净流量	17	1190	1000	1000					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 21 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,海亮股份,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

	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。