

公司研究/年报点评

2020年03月28日

黑色金属/钢铁 II

投资评级：中性（维持评级）

当前价格(元): 2.73
合理价格区间(元): 2.79~3.07

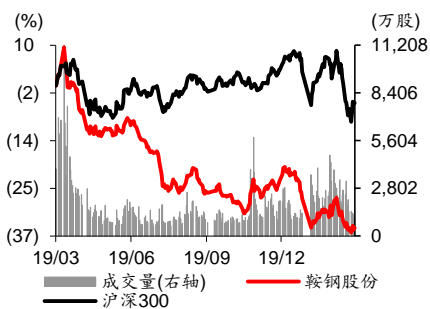
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1 《鞍钢股份(000898 SZ,中性): 应收票据下降, 经营现金流改善》2019.10
- 2 《鞍钢股份(000898 SZ,中性): 国产矿占比高, 成本上涨影响小》2019.10
- 3 《鞍钢股份(000898 SZ,中性): 业绩符合预期, Q2 环比大幅改善》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

票据规模下降, 维持“中性”评级

鞍钢股份(000898)

公司 2019 年盈利 17.9 亿元, 维持“中性”评级

3月27日, 公司发布2019年年报: 2019年实现营业收入1055.87亿元(YoY+0.41%); 归属于母公司股东净利润17.87亿元(YoY-77.53%)。19Q4实现营业收入279.64亿元(YoY+2.27%, QoQ+5.33%); 归属于母公司股东净利润0.65亿元(YoY-94.07%, QoQ-78.11%), 低于前期预期, 主要是公司计提3.38亿元银行承兑汇票的信用减值损失。考虑到公司剩余未兑付银行承兑汇票或难兑付, 且下游汽车行业短期仍难看到复苏迹象, 我们预计公司2020-22年EPS 0.10、0.16、0.19元, 维持“中性”评级。

2019 年钢材产销上行, 毛利率同比几乎减半

2019年, 公司钢材产销量分别为2542、2592万吨(YoY+5.3%、+7.5%), 吨钢价格/成本/毛利分别为4055、3719、337元/吨(YoY-296、+73、-369元/吨)。同期, 螺纹、线材、热轧、冷轧、中厚板均价(均不含税)同比分别-125、-134、-190、-211、-213元/吨, 板材较长材下跌更多, 叠加铁矿价格上行较多, 公司业绩受到拖累。2019年, 公司毛利率8.3%(YoY-7.9pct)。19Q4, 铁矿价格环比虽有所下行, 但卷板价格下行较多, 拖累公司毛利率, 同期, 五大钢材均价环比分别+30、-48、-52、23、-87元/吨, 19Q4公司毛利率6.4%(YoY-5.1pct、QoQ-0.7pct)。

2019 年现金流维持强劲, 分红率 30%

2019年, 公司期间费用率5.6%(YoY-0.3pct), 环比下滑主要是财务费用率同比-0.3pct, 公司银行借款同比减少15亿元, 且综合融资成本3.9%, 同比-0.1pct。同期, 公司经营性现金流净额100.2亿元(YoY+20.8%), 占营业收入9.5%(YoY+1.6pct), 主要是公司销售所得现金增多。公司2019年利润分配方案为10派0.57元, 分红率30%, 2016年来维持稳定分红。

部分银行承兑汇票兑付或较难, 但对流动性影响较小

公司持有的个别财务公司开出的3.38亿银行承兑汇票逾期未付, 已于2019年年报中计提信用减值损失。另4.94亿可能被后手贴现方追索的部分, 我们认为或较难兑付, 但考虑到公司现金流较好, 该事件对公司流动性影响较小。此外, 公司已调整票据收款政策, 银行承兑汇票比例已大幅降低, 我们认为未来公司经营管理情况有望改善。2019年公司应收票据占营业收入比例2.5%, 同比-4.3pct。

盈利仍承压, 维持“中性”评级

疫情影响下, 汽车行业短期难言复苏, 或拖累公司业绩。我们假设公司4.94亿元银行承兑汇票被后手贴现方全额追索, 并计入2020年资产减值损失, 预计2020-22年EPS 0.10/0.16/0.19元(前值2020-21年0.25/0.27元); BVPS为5.59/5.72/5.87(前值2020-21年5.77/5.96元), PB 0.49/0.48/0.47倍, 可比公司平均PB(2020E) 0.58倍, 因东北卷板需求低于华北、华东, 给予2020年PB 0.50-0.55倍, 目标价2.79-3.07元, 维持“中性”评级。

风险提示: 国内外宏观经济下行; 汽车产销大幅下行; 全球疫情持续恶化。

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)	2.68-6.24
总市值(百万元)	25,676
总资产(百万元)	58,385
每股净资产(元)	5.54

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	105,157	105,587	105,219	107,142	108,535
+/-%	14.70	0.41	(0.35)	1.83	1.30
归属母公司净利润(百万元)	7,952	1,787	972.13	1,542	1,779
+/-%	19.80	(77.53)	(45.60)	58.65	15.37
EPS(元, 最新摊薄)	0.85	0.19	0.10	0.16	0.19
PE(倍)	3.23	14.37	26.41	16.65	14.43

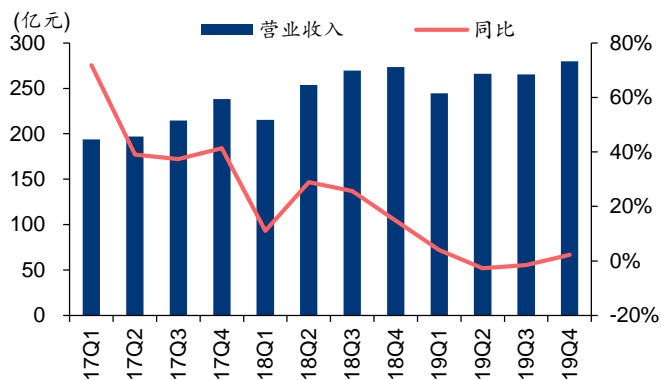
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比钢铁上市公司 PB (2020E)

证券代码	证券简称	PB (2020E)
000709	河钢股份	0.46
600019	宝钢股份	0.59
600808	马钢股份	0.70
	可比公司均值	0.58

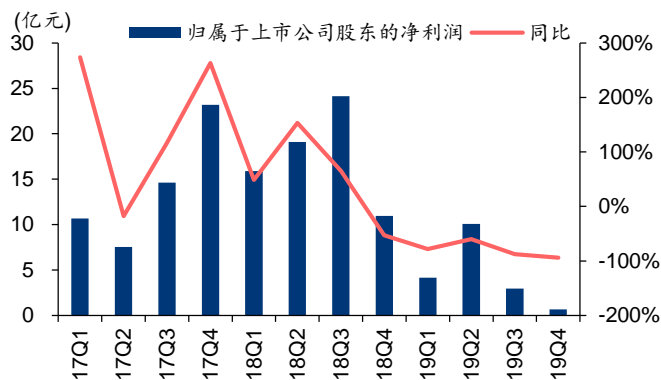
资料来源：Wind，华泰证券研究所；取2020年3月27日wind一致预测BPS (2020E)和收盘价计算

图表2：2017年至今单季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2017年至今单季度归属于母公司股东的净利润及同比增速



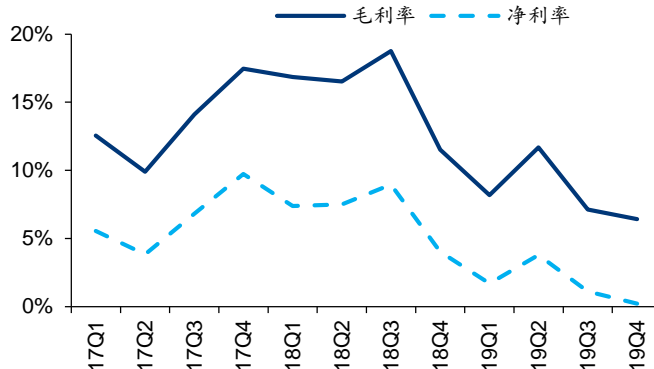
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2017年至今单季度 ROE



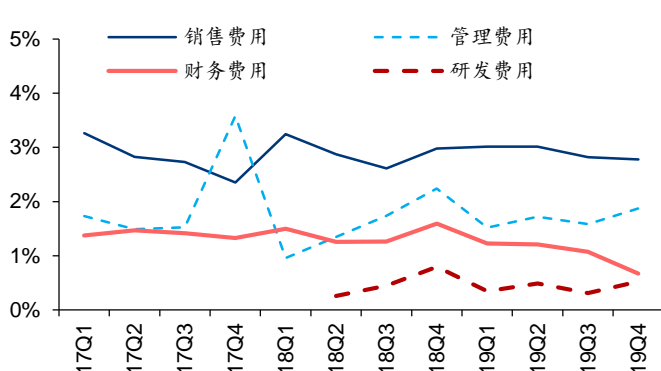
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：2017年至今单季度销售毛利率、销售净利率



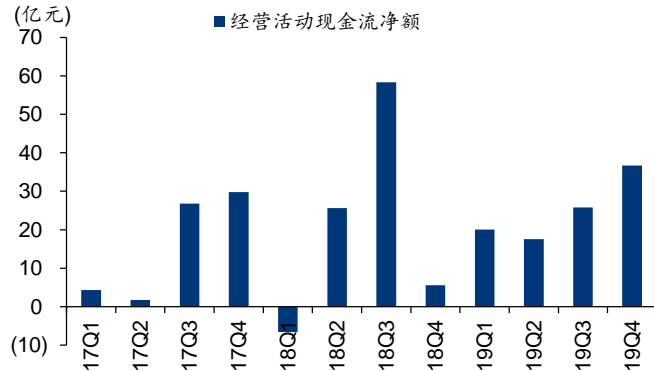
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2017年至今单季度费用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所；18Q2-19Q3 管理费用中加回研发费用保证同比口径

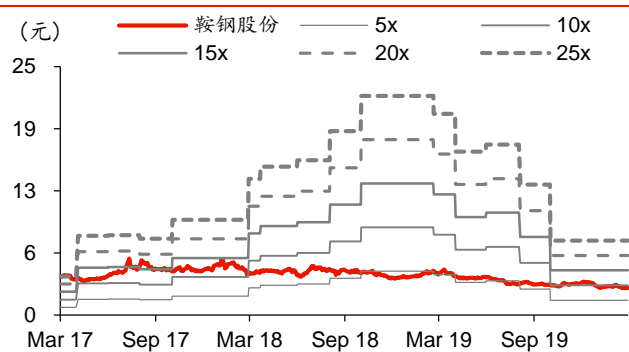
图表7：2017年至今单季度经营性现金流净额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

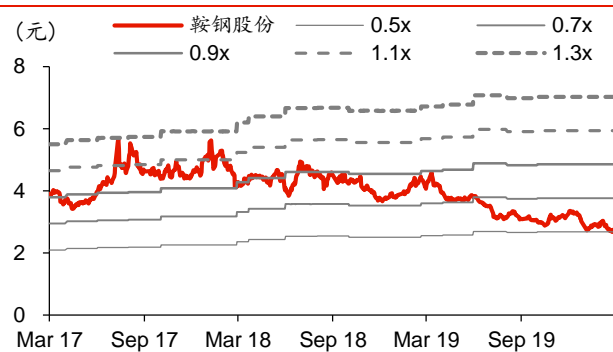
PE/PB - Bands

图表8: 鞍钢股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	26,908	23,492	24,892	27,505	28,682
现金	2,154	4,671	5,431	8,188	9,025
应收账款	2,460	2,569	2,635	2,606	2,661
其他应收账款	50.00	100.00	81.38	88.87	87.98
预付账款	1,408	3,405	2,800	3,047	3,007
存货	13,125	9,793	11,451	11,066	11,358
其他流动资产	7,711	2,954	2,493	2,508	2,544
非流动资产	63,116	64,316	62,966	63,142	62,708
长期投资	2,803	2,894	2,878	2,871	2,877
固定投资	50,064	50,966	50,188	49,532	48,907
无形资产	6,315	6,163	6,163	6,163	6,163
其他非流动资产	3,934	4,293	3,737	4,577	4,761
资产总计	90,024	87,808	87,858	90,647	91,391
流动负债	32,747	29,341	28,454	29,993	29,372
短期借款	13,180	12,195	12,523	12,414	12,450
应付账款	8,436	7,663	7,268	7,511	7,536
其他流动负债	11,131	9,483	8,663	10,068	9,385
非流动负债	4,812	5,919	6,395	6,376	6,403
长期借款	2,295	3,392	3,892	3,892	3,892
其他非流动负债	2,517	2,527	2,503	2,484	2,511
负债合计	37,559	35,260	34,849	36,368	35,775
少数股东权益	503.00	469.00	457.31	435.72	411.98
股本	7,235	9,405	9,405	9,405	9,405
资本公积	35,655	33,485	33,485	33,485	33,485
留存公积	9,264	9,274	9,625	10,876	12,192
归属母公司股东权益	51,962	52,079	52,552	53,843	55,204
负债和股东权益	90,024	87,808	87,858	90,647	91,391

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	8,294	10,020	2,720	5,720	4,293
净利润	7,952	1,760	960.44	1,521	1,756
折旧摊销	0.00	0.00	2,163	2,246	2,338
财务费用	1,471	1,093	1,027	1,022	951.99
投资损失	(315.00)	(166.00)	(260.17)	(237.92)	(233.35)
营运资金变动	0.00	0.00	(2,557)	1,636	(706.59)
其他经营现金	(814.00)	7,333	1,386	(467.32)	186.89
投资活动现金	(3,882)	(3,266)	(1,724)	(1,755)	(1,773)
资本支出	2,825	3,415	2,000	2,000	2,000
长期投资	1,532	80.00	(15.83)	(7.25)	6.26
其他投资现金	475.00	229.00	260.17	237.92	233.35
筹资活动现金	(4,943)	(4,237)	(236.07)	(1,208)	(1,683)
短期借款	(1,320)	(985.00)	328.33	(109.44)	36.48
长期借款	(610.00)	1,097	500.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	2,170	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(6,425)	(2,170)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	3,412	(4,349)	(1,064)	(1,098)	(1,720)
现金净增加额	(516.00)	2,517	759.56	2,758	836.64

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	105,157	105,587	105,219	107,142	108,535
营业成本	88,126	96,782	97,298	98,578	99,565
营业税金及附加	1,184	962.00	1,034	1,027	1,093
营业费用	3,067	3,064	3,078	3,210	3,301
管理费用	1,266	1,331	1,362	1,380	1,385
财务费用	1,471	1,093	1,027	1,022	951.99
资产减值损失	74.00	137.00	375.67	115.01	115.32
公允价值变动收益	60.00	65.00	36.73	40.78	43.99
投资净收益	315.00	166.00	260.17	237.92	233.35
营业利润	10,088	2,025	1,341	2,089	2,401
营业外收入	56.00	15.00	29.33	29.00	26.78
营业外支出	136.00	68.00	90.17	90.42	86.60
利润总额	10,008	1,972	1,281	2,028	2,341
所得税	2,056	212.00	320.15	506.91	585.24
净利润	7,952	1,760	960.44	1,521	1,756
少数股东损益	0.00	(27.00)	(11.69)	(21.59)	(23.74)
归属母公司净利润	7,952	1,787	972.13	1,542	1,779
EBITDA	11,559	3,118	4,531	5,358	5,691
EPS (元, 基本)	1.10	0.19	0.10	0.16	0.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	14.70	0.41	(0.35)	1.83	1.30
营业利润	58.64	(79.93)	(33.76)	55.74	14.92
归属母公司净利润	19.80	(77.53)	(45.60)	58.65	15.37
获利能力 (%)					
毛利率	16.20	8.34	7.53	7.99	8.26
净利率	7.56	1.69	0.92	1.44	1.64
ROE	15.30	3.43	1.85	2.86	3.22
ROIC	14.70	4.53	2.80	3.78	4.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.72	40.16	39.66	40.12	39.14
净负债比率 (%)	48.25	47.05	51.35	49.54	49.59
流动比率	0.82	0.80	0.87	0.92	0.98
速动比率	0.40	0.47	0.47	0.54	0.59
营运能力					
总资产周转率	1.14	1.19	1.20	1.20	1.19
应收账款周转率	41.31	41.31	40.12	40.30	40.70
应付账款周转率	10.05	12.02	13.03	13.34	13.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.19	0.10	0.16	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	1.07	0.29	0.61	0.46
每股净资产(最新摊薄)	5.52	5.54	5.59	5.73	5.87
估值比率					
PE (倍)	3.23	14.37	26.41	16.65	14.43
PB (倍)	0.49	0.49	0.49	0.48	0.47
EV_EBITDA (倍)	3.08	11.43	7.86	6.65	6.26

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

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

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

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司