

公司研究/中报点评

2020年08月31日

黑色金属/钢铁 II

投资评级: 持有 (维持评级)

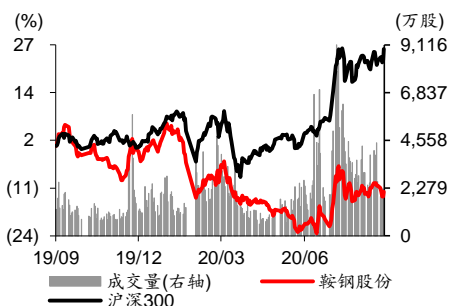
当前价格(元): 2.72
目标价格(元): 2.79

邱瀚萱 SAC No. S0570518050004
研究员 SFC No. BPN270
qiuhanxuan@htsc.com
张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1《鞍钢股份(000898 SZ,中性): Q1 盈利好于行业, Q2 业绩承压》2020.04
- 2《鞍钢股份(000898 SZ,中性): 票据规模下降, 维持“中性”评级》2020.03
- 3《鞍钢股份(000898 SZ,中性): 应收票据下降, 经营现金流改善》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

卷板下游向好, 公司利润有望改善

鞍钢股份(000898)

20Q2 归母净利润同/环比分别-79.4%/-28.8%

公司 20H1 实现营业收入 446.5 亿元 (yoy-12.6%), 归母净利润 5.0 亿元 (yoy-64.9%)。20Q2 实现营业收入 243.1 亿元 (yoy-4.8%, qoq+21.9%), 归母净利润 2.1 亿元 (yoy-79.4%, qoq-28.8%)。公司 Q2 业绩环比下行主要是毛利下降、期间费用增加。我们维持盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 0.10、0.16、0.19 元, 维持“持有”评级。

20H1 毛利率下行, 吨毛利降幅小于行业

20H1, 公司钢材产销量分别为 1168、1152 万吨 (yoy -8.3%/-7.6%), 吨钢价格、成本、毛利分别为 3861、3523、338 元/吨 (yoy -212、-143、-69 元/吨), 同期行业热卷、冷板、中板毛利同比分别-200、-113、-161 元/吨。公司吨钢毛利降幅小于行业, 主要是公司国产铁矿占比在 65%以上, 国产矿涨幅较进口矿低。20H1、20Q2 公司毛利率分别为 8.8% (yoy-1.3pct)、8.0% (yoy-3.7pct、qoq-1.8pct), Q2 毛利率环比下行主要因热轧卷板价格下行较多。

20H1 费用率小幅上行, Q2 现金流显著改善

20H1 公司期间费用率、归母净利率分别为 6.2%、1.1% (yoy+0.4/-1.7pct), 销售、管理、研发、财务费用绝对值同比分别-0.4%、-3.7%、-27.6%、-19.2%。研发费用下降较多主要是研发所用原料消耗同比-77.3%; 财务费用下降较多主要是公司拓宽融资渠道, 融资成本下降。20H1 公司经营性现金流净额 47.8 亿元 (yoy+26.9%), 主要是支付的各项税费同比-6.6 亿元。

或被后手方追索的银行承兑汇票可能仍难兑付

去年 8 月, 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, 另 4.94 亿可能被后手贴现方追索。其中, 3.38 亿元已于 2019 年年报中确认为信用减值损失, 另 4.94 亿可能被后手贴现方追索的部分, 谨慎考虑我们依然假设较难兑付, 或拖累 2020 年利润。此外, 去年公司已调整票据收款政策, 银行承兑汇票比例已大幅降低, 我们认为未来公司对应收款项管理情况有望改善。20H1 末公司应收项目(含应收项目融资)同比-46.6%。

看好下游需求, 维持“持有”评级

公司 Q2 利润环比下行, 但下游汽车、家电等行业有望持续改善, 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2020-22 年 EPS 0.10/0.16/0.19 元, BVPS 为 5.59/5.72/5.87, 对应 PB 0.49/0.48/0.46 倍, 可比公司平均 PB (2020E, Wind 一致预期) 0.61 倍, 因东北卷板需求增速低于华北、华东, 给予 2020 年 PB 0.50 倍, 目标价 2.79 元 (前值 2.68-2.91 元), 维持“持有”评级。

风险提示: 公司产销不及预期; 下游需求大幅下行; 全球疫情恶化。

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)	2.43-3.36
总市值 (百万元)	25,582
总资产 (百万元)	89,836
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	972.14	1,542	1,779
+/-%	19.80	(77.53)	(45.60)	58.66	15.37
EPS (元, 最新摊薄)	0.85	0.19	0.10	0.16	0.19
PE (倍)	3.22	14.32	26.31	16.59	14.38

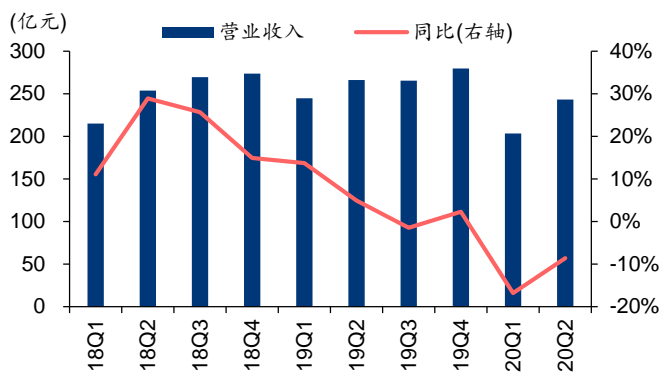
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	PB (2020E)	市值 (亿元)	评级	目标价
000709 CH	河钢股份	0.44	238	无评级	
600019 CH	宝钢股份	0.61	1109	增持	5.56 元
600808 CH	马钢股份	0.78	219	增持	3.10 元
均值		0.61			

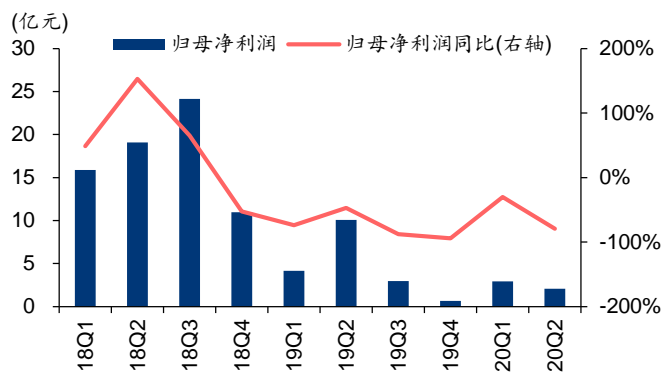
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所; 2020年8月28日数据, 均取Wind一致预期, 评级及目标价来自华泰

图表2: 2018年至今单季度营业收入及同比增速



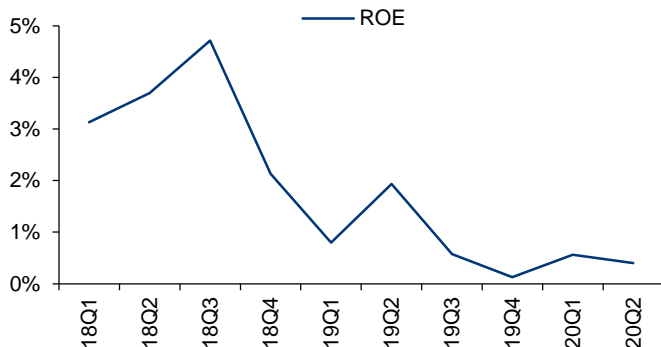
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 2018年至今单季度归属于母公司股东的净利润及同比增速



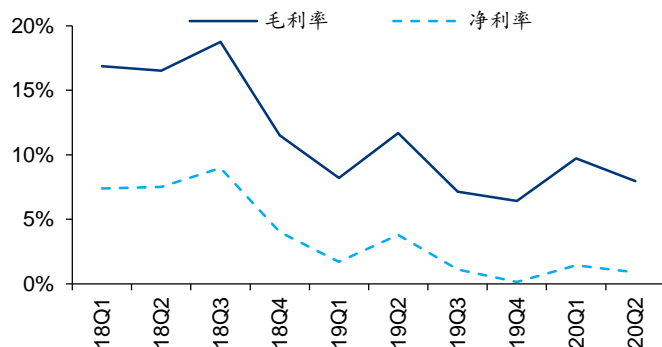
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 2018年至今单季度ROE



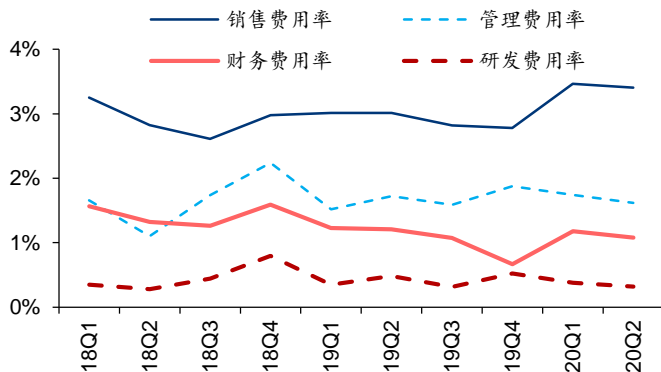
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 非年化数据

图表5: 2018年至今单季度销售毛利率、销售净利率



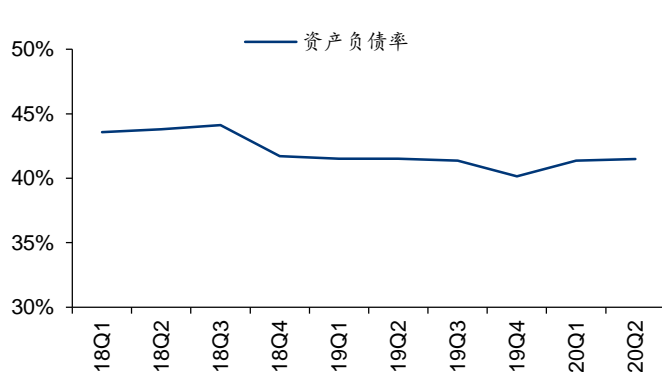
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 2018年至今单季度费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 管理费用中加回研发费用

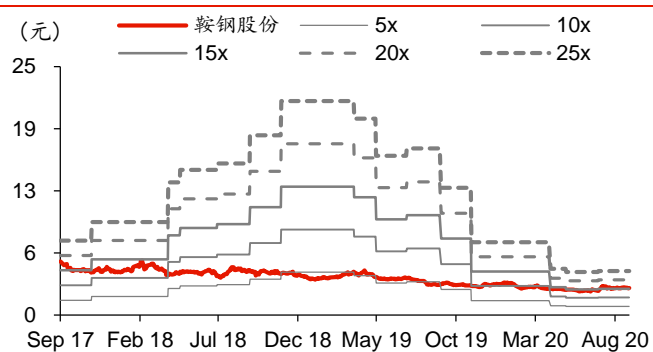
图表7: 2018年至今单季度资产负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

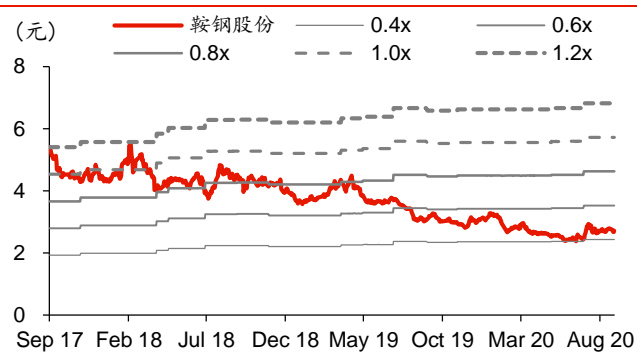
PE/PB - Bands

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	22,632	24,932	26,421
现金	2,154	4,671	3,291	5,707	6,822
应收账款	2,460	2,569	2,575	2,561	2,655
其他应收账款	50.00	100.00	81.82	89.22	88.37
预付账款	1,408	3,405	2,800	3,047	3,007
存货	13,125	9,793	11,391	11,019	11,305
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	65,852	65,716	64,970
长期投资	2,803	2,894	2,878	2,871	2,877
固定投资	50,064	50,966	53,253	52,463	51,705
无形资产	6,315	6,163	5,984	5,805	5,626
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	88,484	90,647	91,391
流动负债	32,747	29,341	29,081	29,993	29,372
短期借款	13,180	12,195	13,150	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	35,475	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	88,484	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	(22.70)	6,041	4,596
净利润	7,952	1,760	960.45	1,521	1,756
折旧摊销	3,689	3,698	2,475	2,559	2,650
财务费用	1,471	1,093	1,050	1,059	976.35
投资损失	(315.00)	(166.00)	(260.17)	(237.92)	(233.35)
营运资金变动	(5,635)	3,671	(2,101)	1,521	(757.39)
其他经营现金	1,132	(36.00)	(2,148)	(380.67)	204.22
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)	367.10	(1,871)	(1,708)
短期借款	(1,320)	(985.00)	954.84	(735.95)	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)	(1,088)	(1,135)	(1,744)
现金净增加额	(516.00)	2,517	(1,380)	2,415	1,115

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	1,050	1,059	976.35
资产减值损失	(74.00)	(137.00)	(352.31)	(78.69)	(91.04)
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	506.93	585.22
净利润	7,952	1,760	960.45	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	972.14	1,542	1,779
EBITDA	15,248	6,816	4,867	5,706	6,027
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	14.91
归属母公司净利润	19.80	(77.53)	(45.60)	58.66	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	4.78	2.71	3.68	3.94
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.72	40.16	40.09	40.12	39.14
净负债比率 (%)	48.25	47.05	52.21	49.54	49.59
流动比率	0.82	0.80	0.78	0.83	0.90
速动比率	0.40	0.45	0.37	0.44	0.49
营运能力					
总资产周转率	1.14	1.19	1.19	1.20	1.19
应收账款周转率	41.31	38.16	36.24	37.94	37.55
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	(0.00)	0.64	0.49
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)	3.22	14.32	26.31	16.59	14.38
PB (倍)	0.49	0.49	0.49	0.48	0.46
EV_EBITDA (倍)	2.33	5.21	7.30	6.23	5.90

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、张艺露，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。

一般声明及披露

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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本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。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。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。

美国-重要监管披露

- 分析师邱瀚萱、张艺露本人及相关人士并不担任本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。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 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/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

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